

UNIVERSITÀ COMMERCIALE “LUIGI BOCCONI”  
PHD IN LEGAL STUDIES – BUSINESS AND SOCIAL LAW  
CICLO XXX – 2018

**VERSO I VENT’ANNI  
DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA:  
QUESTIONI APPLICATIVE**

RELATORE:  
CHIAR.MO PROF. PIERGAETANO MARCHETTI

MARIA LUCIA PASSADOR



## PHD THESIS DECLARATION

I, the undersigned

FAMILY NAME

NAME

Student ID no.

Thesis title:

PhD in

Cycle

Student's Advisor

Calendar year of thesis defence

### DECLARE

under my responsibility:

- 1) that, according to Italian Republic Presidential Decree no. 445, 28<sup>th</sup> December 2000, mendacious declarations, falsifying records and the use of false records are punishable under the Italian penal code and related special laws. Should any of the above prove true, all benefits included in this declaration and those of the temporary “embargo” are automatically forfeited from the beginning;
- 2) that the University has the obligation, according to art. 6, par. 11, Ministerial Decree no. 224, 30<sup>th</sup> April 1999, to keep a copy of the thesis on deposit at the “Biblioteche Nazionali Centrali” (Italian National Libraries) in Rome and Florence, where consultation will be

permitted, unless there is a temporary “embargo” protecting the rights of external bodies and the industrial/commercial exploitation of the thesis;

- 3) that the Bocconi Library will file the thesis in its “Archivio Istituzionale ad Accesso Aperto” (Institutional Registry) which permits online consultation of the complete text (except in cases of temporary “embargo”);
- 4) that, in order to file the thesis at the Bocconi Library, the University requires that the thesis be submitted online by the student in unalterable format to Società NORMADEC (acting on behalf of the University), and that NORMADEC will indicate in each footnote the following information:
  - PhD thesis: *Verso i vent'anni del Codice di Autodisciplina: questioni applicative*
  - by *Maria Lucia Passador*
  - defended at *Università Commerciale “Luigi Bocconi” – Milan* in 2018;
  - the thesis is protected by the regulations governing copyright (Italian law no. 633, 22<sup>nd</sup> April 1941 and subsequent modifications). The exception is the right of *Università Commerciale “Luigi Bocconi”* to reproduce the same, quoting the source, for research and teaching purposes;
  - only when a separate “Embargo” Request has been undersigned: the thesis is subject to “embargo” for 36 months;
- 5) that the copy of the thesis submitted online to Normadec is identical to the copies handed in/sent to the members of the Thesis Board and to any other paper or digital copy deposited at the University offices, and, as a consequence, the University is absolved from any responsibility regarding errors, inaccuracy or omissions in the contents of the thesis;
- 6) that the contents and organization of the thesis is an original work carried out by the undersigned and does not in any way compromise the rights of third parties (Italian law, no. 633, 22<sup>nd</sup> April 1941 and subsequent integrations and modifications), including those regarding security of personal details; therefore, the University is in any case absolved from any responsibility whatsoever, civil, administrative or penal, and shall be exempt from any requests or claims from third parties;
- 7) that the PhD thesis is subject to “embargo” as per the separate undersigned “PhD Thesis Temporary Embargo Request”.

March 21<sup>st</sup>, 2018.

*Maria Lucia Passador*

*Non sub homine, sed sub deo et lege.*

*Lex est summa ratio insita in natura.*

Cicero, *De Legibus*



Desidero, innanzitutto, esprimere la mia più profonda gratitudine al prof. Piergaetano Marchetti, guida insostituibile, per il Suo costante insegnamento ed autentico supporto, per la quotidiana trasmissione della Sua rara passione conoscitiva, dello spirito critico e della perseveranza che lo contraddistinguono, nonché per la condivisione di una tematica di cui è eminente esperto e perfetto conoscitore.

Rivolgo, quindi, i più sentiti ringraziamenti al prof. Mark Roe, guida preziosa nello studio del diritto statunitense e, in particolare, nel percorso comparato ed empirico oggetto di studio.

Sono altresì davvero riconoscente ai proff. Lucian A. Bebchuk, Jesse M. Fried, Martin Gelter, Federico Ghezzi, Jeffrey N. Gordon, Sean J. Griffith, Chiara Mosca, Mario Notari, Giulio Sandrelli, Gianfranco Siciliano, Giovanni Strampelli e Marco Ventoruzzo per le lezioni da loro tenute nei corsi di dottorato e per i preziosi consigli che hanno significativamente inciso la mia esperienza, nonché ai proff. Paolo Sfameni e Andrea Vicari per il referaggio della presente tesi.

Sono al contempo grata ai *Fellows* del *Program on Corporate Governance*, ai membri del *Graduate Program – Visiting Scholars* (2016 e 2017) e *EmpiriColleagues* presso la *Harvard Law School*, ai partecipanti alla *Annual Conference on Empirical Legal Studies* presso la *Cornell Law School* (2017), ai partecipanti al *Workshop on Business and Financial Law*, organizzata dalla *American Society of Comparative Law* presso la *Fordham Law School* (2018) e ai membri del *Visiting Scholar Forum* (2018) presso la *Columbia Law School* per i rilevanti commenti e suggerimenti.

Ultimo, ma non ultimo, sono ad esprimere un particolare ringraziamento per la Borsa di studio in memoria del prof. Franco Bonelli in relazione al semestre di ricerca presso la *Columbia Law School* nel 2018, nonché per la *Bocconi Thesis Grant* in relazione agli studi presso la *Harvard Law School* nel 2016 e 2017 e presso la *UC Berkeley School of Law* nel 2016.



## VERSO I VENT'ANNI DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA: QUESTIONI APPLICATIVE.

### ABSTRACT

A quasi vent'anni dalla pubblicazione della prima versione del Codice di Autodisciplina di Borsa italiana, la presente trattazione rappresenta l'occasione per ricostruire la funzione dell'autodisciplina e del Codice nel contesto normativo.

In essa sono esaminate due particolari questioni applicative.

Nello specifico, la prima questione applicativa riveste carattere sistematico ed ha come tema il *comply or explain*. Compiuta una ricostruzione dello stato dell'arte della disciplina europea dei Codici di autodisciplina, volta a dimostrare una graduale convergenza delle esperienze nazionali e a delineare le sfumature con cui la *compliance* è intesa e verificata, si delinea il confronto con la realtà statunitense, ove solo di recente stanno emergendo principi di buon governo non soggetti ad un rigido *enforcement*. Invero, la disamina pone in luce le ragioni, anche di ordine storico e culturale, che hanno condotto quest'ultima realtà ad operare scelte diverse in merito alla disciplina della *corporate governance* delle società comuni. Tale comparazione, unitamente alla consapevolezza dell'esistenza di talune inefficienze rispetto alle spiegazioni in ipotesi di non *compliance*, costituisce lo spunto per proporre uno snellimento dell'onere di motivazione in caso di mancata adesione ad uno specifico principio previsto dal Codice.

La seconda questione applicativa assume invece carattere contenutistico e riguarda più precisamente il *modus eligendi* del Consiglio di amministrazione. Nella consapevolezza che l'autodisciplina dedica ampio spazio ad esso, pur senza soffermarsi su tale tema, lo studio compiuto è volto a comprendere se sia opportuno annoverare il voto di lista tra le *best practices* suggerite dal Codice. Esaminato l'argomento in chiave comparata, guardando al *proxy access* e ai meccanismi di nomina in altri Paesi, analizzate dettagliatamente le peculiarità della fattispecie in Italia – con particolare attenzione per l'integrazione tra il concetto di indipendenza degli amministratori nel Codice di Autodisciplina e nel TUF –, dimostrata la sua validità a livello empirico, la risposta all'iniziale interrogativo risulta, in ultima istanza, dubitativa, problematica. Quindi, ferma restando l'opportunità di conservare il voto di lista nella normativa primaria, pena il rischio dell'allontanamento degli investitori istituzionali dal nostro mercato, l'analisi condotta appare orientata a riconoscere l'esigenza di un maggiore ricorso all'autodisciplina, al fine di contenere vari problemi di *agency* tra maggioranza e minoranza, con un approccio flessibile, più vicino alle esigenze societarie.

Si evince pertanto come l'autodisciplina, lungi dall'aver perduto la propria forza, il proprio carattere d'avanguardia, sia ancor oggi contraddistinta da quell'iniziale portata propositiva che ha negli anni contribuito al suo crescente ruolo nell'ambito del diritto societario.



## SOMMARIO

<b>VERSO I VENT'ANNI DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA: QUESTIONI APPLICATIVE.</b>	<b>1</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>1</b>
<b>PREMESSA. INTRODUZIONE AI TEMI E FINALITÀ DELL'INDAGINE.</b>	<b>1</b>
<b>CAPITOLO PRIMO</b>	<b>5</b>
<b>1. CORPORATE GOVERNANCE E AUTODISCIPLINA: CORRELAZIONE.</b>	<b>5</b>
<b>1.1. PROFILI DEFINITORI.</b>	<b>7</b>
<b>1.2. PROFILI TEORICI.</b>	<b>9</b>
<b>2. AUTOREGOLAMENTAZIONE: <i>SOFT (CORPORATE) LAW</i>.</b>	<b>14</b>
<b>2.1. NASCITA DELLA AUTOREGOLAMENTAZIONE.</b>	<b>14</b>
<b>2.2. FONDAMENTI E CARATTERI: <i>SOFT LAW</i>.</b>	<b>14</b>
<b>2.3. APPLICAZIONI: <i>SOFT (CORPORATE) LAW</i>.</b>	<b>15</b>
2.3.1. <i>Soft (corporate) law</i> : tra Codici etici e di Autodisciplina.	17
<b>3. CODICE DI AUTODISCIPLINA.</b>	<b>30</b>
<b>3.1. CODICI DI AUTODISCIPLINA DELLE SOCIETÀ NON QUOTATE (CENNI).</b>	<b>30</b>
<b>CAPITOLO SECONDO</b>	<b>33</b>
<b>1. COMPLY OR EXPLAIN.</b>	<b>33</b>
<b>1.1. CODICI DI AUTODISCIPLINA E LORO RAPPORTO CON LA DISCIPLINA.</b>	<b>34</b>
1.1.1. Prospettiva italiana: una autoregolamentazione regolamentata.	35
1.1.1.1. Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari.	35
1.1.1.2. Forme di pubblicità.	36
1.1.1.3. Raccomandazione 2014/208/UE e Direttiva 2013/34/UE.	37
<b>1.2. CODICI DI AUTODISCIPLINA E LORO RUOLO NELL'AMBITO NAZIONALE.</b>	<b>38</b>
<b>1.3. TECNICA NORMATIVA.</b>	<b>39</b>
<b>1.4. EVOLUZIONE.</b>	<b>39</b>
1.4.1. Prospettiva inglese.	44
<b>1.5. MONITORINGE COMPLIANCE.</b>	<b>45</b>
<b>2. COMPLY OR EXPLAIN NEL CONTESTO EUROPEO.</b>	<b>47</b>
<b>2.1. NORMATIVA EUROPEA E AUTODISCIPLINA.</b>	<b>51</b>
<b>2.2. RECENTI DIRETTIVE EUROPEE E <i>COMPLY OR EXPLAIN</i>.</b>	<b>52</b>
2.2.1. Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.	52
2.2.2. <i>Shareholders' Rights Directive II</i> .	55
<b>2.3. ESMA ED EBA: UNA <i>SOFT LAW</i> PER LE SOCIETÀ BANCARIE?</b>	<b>57</b>
<b>2.4. CONVERGENZA (IM) POSSIBILE?</b>	<b>59</b>
2.4.1. Regno Unito: culla dell'autodisciplina.	62
2.4.1.1. Struttura e linee evolutive.	63
2.4.1.1.1. Compliance.	65
2.4.1.1.1.1. Motivazioni.	66
2.4.1.1.2. Revisione.	68
2.4.2. Italia: crescente ruolo dell'autodisciplina.	71
2.4.2.1. Tanto tuonò che piovve: il cammino evolutivo del Codice.	71
2.4.2.1.1. Profili internazionali.	72
2.4.2.1.2. Profili sistematici e strutturali.	73
2.4.2.1.4. Spunti di discussione più recenti.	76
2.4.2.2. Autodisciplina e vigilanza Consob.	84
2.4.2.3. Convergenza Italia-Stati Uniti.	88
2.4.3. Germania: autodisciplina circoscritta e contenuta.	91
2.4.3.1. Evoluzione, ruolo e struttura del Codice.	92
2.4.3.2. Effetti della compliance.	94
2.4.4. Francia: autodisciplina e doppio controllo.	95

2.4.5. Spagna: tra <i>compliance</i> e mercato.	99
2.4.6. Portogallo: <i>dualità nei Codici, unicità nella compliance</i> .	99
2.4.7. Paesi Bassi: <i>autodisciplina e long-termism</i> .	100
2.4.8. Svezia: una rigorosa autodisciplina.	103
2.4.9. Grecia: una recentissima autodisciplina.	105
<b>3. COMPLY OR EXPLAIN NEL CONTESTO INTERNAZIONALE.</b>	<b>107</b>
3.1. Stati Uniti.	108
3.1.1. <i>Corporate Governance</i> : definizione ed adozione di principi in materia.	108
3.1.2. Codici di <i>Corporate Governance</i> : ragioni della preferenza per l' <i>enforcement</i> .	109
3.1.3. Uniformità di principi: un orizzonte possibile?	113
3.1.3.1. Commonsense Principles of Corporate Governance.	115
3.1.3.2. Principles of Corporate Governance.	119
3.1.3.3. The New Paradigm.	119
3.1.4. <i>Comply or explain</i> tra <i>Dodd-Frank Act</i> e <i>Sarbanes-Oxley Act</i> .	120
3.2. Canada.	124
3.3. Australia e Nuova Zelanda.	125
3.4. Principi OCSE/G20.	127
<b>4. PROFILI PECULIARI.</b>	<b>131</b>
4.1. ... dalla qualità del <i>comply or explain</i> .	131
4.2. ... agli investitori istituzionali.	137
4.2.1. Ragioni dell'interesse.	137
4.2.2. Influenza rispetto alle questioni di <i>governance</i> .	142
4.2.3. Codici di <i>Stewardship</i> .	145
4.2.4. Investitori istituzionali, tra <i>stewardship</i> e autodisciplina.	147
4.2.5. Problemi e prospettive.	149
<b>5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: TRA COMPLY OR EXPLAIN ED ENFORCEMENT, A TUTELA DI MINORANZE E INVESTITORI ISTITUZIONALI.</b>	<b>154</b>
5.1. Apologia dell'autodisciplina.	158
5.2. <i>Compliance</i> e motivazione.	162
5.3. <i>Comply or explain</i> : il caso degli investitori istituzionali.	164
5.4. Scommessa sull'autodisciplina.	168
<b>CAPITOLO TERZO</b>	<b>171</b>
<b>1. AUTODISCIPLINA E VOTO DI LISTA.</b>	<b>171</b>
<b>2. VOTO DI LISTA E TUTELA DELLE MINORANZE.</b>	<b>172</b>
2.1. PROFILI COMPARATI.	176
2.1.1. Rappresentanza e cogestione.	176
2.1.2. Rappresentanza degli azionisti nel <i>Board</i> : diritto "di veto".	177
2.1.3. Rappresentanza degli azionisti nel <i>Board</i> : possibilità di concorrere alla nomina imperativa.	178
<b>3. PROSPETTIVA STATUNITENSE: PROXY ACCESS.</b>	<b>180</b>
3.1. U.S. PROXY ACCESS.	180
3.1.2. Valutazioni d'opportunità.	189
<b>4. PROSPETTIVA ITALIANA: VOTO DI LISTA.</b>	<b>192</b>
4.1. PROFILI DI DIRITTO SOCIETARIO.	194
4.1.1. Amministratori indipendenti: il doppio binario Codice di Autodisciplina-TUF.	202
4.1.2. Requisiti legali.	205
4.1.3. Collegamento tra liste.	210

4.1.4. Regolarità dei requisiti.	214
4.1.5. Autonomia statutaria e profili di collegamento.	216
4.1.6. Disciplina della <i>record date</i> e profili di collegamento.	218
4.1.7. Patti parasociali e profili di collegamento.	219
4.1.8. Disciplina o.p.a. e profili di collegamento.	221
<b>4.2. VOTO DI LISTA: UNA <i>BEST PRACTICE</i>?</b>	<b>224</b>
4.2.1. Profili redazionali: nomina del Consiglio di amministrazione.	225
4.2.2. Profili redazionali: nomina del Collegio sindacale.	233
4.2.3. Casistica.	236
3.2.3.1. Incremento del numero di consiglieri.	237
3.2.3.2. Modifiche statutarie e cariche sociali.	238
3.2.3.3. Quote di genere.	238
3.2.3.4. Direzione e coordinamento.	241
3.2.3.5. Modelli alternativi di amministrazione e controllo. Adozione del dualistico e problematiche di sistema.	243
3.2.3.6. Banche Popolari e collegamento tra liste per l'elezione degli organi sociali (ante norma sulla trasformazione delle Banche Popolari in s.p.a.).	246
3.2.3.7. Fondi di investimento.	248
4.2.4. Profili giurisprudenziali.	251
4.2.5. Profili empirici.	256
3.2.5.1. Descrizione analitica del metodo e del procedimento di indagine.	257
3.2.5.2. Letteratura.	257
3.2.5.3. Dataset: costruzione del campione.	259
3.2.5.4. Ipotesi e variabili considerate.	260
3.2.5.5. Metodologia.	261
3.2.5.6. Presenza di amministratori indipendenti.	262
3.2.5.7. Settore e periodo di osservazione.	264
3.2.5.8. Statistiche descrittive.	266
3.2.5.8. Correlazione lineare.	266
3.2.5.9. Regressione: risultati.	268
3.2.5.10. Implicazioni.	274
4.2.6. Dell'opportunità di considerare il <i>voto di lista</i> come una <i>best practice</i> : considerazioni conclusive.	275
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>279</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>285</b>
<b>INDICE DELLE OPERE CITATE</b>	<b>285</b>
<b>INDICE DEI DOCUMENTI CITATI</b>	<b>344</b>
<b>INDICE DEGLI ARTICOLI DI STAMPA CITATI</b>	<b>351</b>
<b>INDICE DELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA</b>	<b>353</b>
Giurisprudenza di legittimità	353
Giurisprudenza di merito	353
<b>INDICE DELLA GIURISPRUDENZA ESTERA</b>	<b>354</b>



[N]unc iuris principia videamus.  
 Igitur doctissimis viris proficisci placuit a lege, haud scio an recte,  
 si modo, ut idem definiunt, lex est ratio summa, insita in natura,  
 quae iubet ea quae facienda sunt, prohibetque contraria.  
 Eadem ratio, cum est in hominis mente confirmata et perfecta, lex est.  
 — Marcus Tullius Cicero

*When laws, customs, or institutions cease to be beneficial to man, they cease to be obligatory.*  
 — Henry W. Beecher

## **PREMESSA. INTRODUZIONE AI TEMI E FINALITÀ DELL'INDAGINE.**

Considerati i tratti essenziali della nozione di *governance*, il presente lavoro pone mente alle linee di disciplina che caratterizzano la *soft law* ed, in particolare, ai Codici di Autodisciplina.

Detti Codici, che, sin dai tempi della loro redazione, mirano a regolare i processi decisionali e di controllo della gestione d'impresa, sollecitano l'interprete a sempre nuove riflessioni<sup>1</sup> e si inseriscono nella dialettica tra "autonomia" ed "eteronomia", sottesa all'intero diritto societario.

L'argomento riveste una notevole importanza, nell'attuale contesto, *de lege lata*, sinanco rafforzabile alla luce delle sue potenzialità, della flessibilità che lo contraddistingue, ovvero del suo essere un privilegiato e "affascinante laboratorio di sperimentazione e di ricerca"<sup>2</sup> nella prassi societaria.

Nella presente trattazione si affrontano, analiticamente, due questioni applicative: anzitutto, la validità del principio del *comply or explain*, pilastro essenziale dell'intera autoregolamentazione europea ai fini dell'applicazione dei Codici di Autodisciplina, con riguardo anche all'adesione ed applicazione dello stesso; quindi, la valorizzazione che quest'ultimo attribuisce al Consiglio di amministrazione<sup>3</sup>, rispetto al quale suggerisce *best practices* da adottare nella composizione dell'organo, ad esempio coinvolgendo amministratori indipendenti<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 88 ss., a 89.

<sup>2</sup> L'espressione è tratta da A. SAIITA, *La civiltà contemporanea*, Laterza, Bari, 1975.

<sup>3</sup> «Le aree di miglioramento più significative [sotto il profilo dell'applicazione del Codice] riguardano il ruolo del consiglio di amministrazione» (ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2016). Note e studi 18/2016*, febbraio 2017, 3): è infatti raro, come da ultimo ribadito anche nel COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017 (31 e nota 54), che le società non aderiscano alle raccomandazioni inerenti alla composizione consiliare. In poco meno di metà dei (rarissimi) casi di *non-compliance* le società (3 società su 7, in lieve diminuzione rispetto alle 4 società su 8 nel 2016) non forniscono, però, spiegazione alcuna circa il mancato allineamento.

<sup>4</sup> A livello empirico, importa sottolineare come la disposizione che si è inteso esaminare venga raramente disapplicata dalle società: a fine 2016 quasi tutte le società FTSE Mib avevano un consiglio di amministrazione (o un consiglio di sorveglianza) con almeno un terzo di indipendenti; il 96% delle società che aderiscono al Codice è in linea con la raccomandazione di avere, in ogni caso, almeno due amministratori indipendenti, così COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 47 e nota 93. Emerge, dunque,

Quanto alla prima questione applicativa, il *comply or explain* è affrontato con riferimento alle molteplici esperienze comparate, dal Regno Unito all'Italia, dalla Germania alla Francia, dalla Spagna al Portogallo, dai Paesi Bassi alla Svezia e alla Grecia – differenti rispetto a Stati Uniti, Australia, Nuova Zelanda e Canada – considerate in senso diacronico, e in relazione alla produzione giuridica e alla attenzione riservate dalla dottrina all'argomento, avendo non di rado rivestito un ruolo primario nell'implementazione del contenuto dei Codici medesimi, ed assunto un ruolo essenziale nella prassi societaria sotto un profilo sia pratico che giuridico.

Quanto alla seconda questione applicativa, l'autodisciplina, pur senza affrontare espressamente il problema dell'elezione del Consiglio di amministrazione, offre alle società quotate che al Codice aderiscono una definizione esemplificativa di indipendenza, strumentale al corretto funzionamento del meccanismo del voto di lista. Un consigliere, infatti, è tale quando rispetti la sommatoria dei requisiti di cui all'art. 3 del Codice e, *per relationem*, all'art. 148 TUF. Il voto di lista viene qui tratteggiato nei suoi aspetti principali, combinando analisi giuridica e osservazione empirica delle prassi rilevanti nel mercato italiano<sup>5</sup>, con l'intenzione di indagarne efficacia, importanza ed effettivo ruolo di *best practices*. Peraltro, il riconoscimento dello stesso come tale potrebbe permettere anche alle s.p.a. chiuse che intendano avvalersi del Codice di Autodisciplina di adottarlo.

Dal punto di vista metodologico, il lavoro consta di un preliminare ed essenziale momento teorico-descrittivo; quindi affronta ciascuna questione in chiave comparata, con particolare attenzione alla dicotomia tra la situazione europea e quella statunitense; in seguito, da un lato, suggerisce di affinare il *comply or explain* in esame alla luce delle istanze poste dalla qualità dell'informativa contenuta nelle relazioni sul governo societario *ex art. 123-bis* TUF, dall'altro, affronta il tema degli amministratori indipendenti, e tratti dalla lista di minoranza, nominati in virtù del sistema del voto di lista, secondo i requisiti dell'autodisciplina, sistema riferito ad uno degli aspetti riguardo ai quali i fondi di investimento hanno evidenziato il proprio interesse, ossia la propensione al pagamento dei dividendi<sup>6</sup>.

Assumendo come punto di partenza della trattazione l'osservazione empirica della prassi societaria, lo scritto intende compiere una riflessione – anche in una prospettiva *de iure condendo* – riguardo a temi che da tempo vivono una rilevante diffusione nella prassi operativa e conoscono

---

in nuce, un ulteriore legame tra le due questioni oggetto di trattazione: la qualità delle spiegazioni fornite nel caso di *non compliance*, da un lato, la nomina di amministratori indipendenti, dall'altro.

<sup>5</sup> In tal senso, dinanzi alla sempre crescente attenzione per amministratori indipendenti e *dividend policies*, lo scritto esamina il modo in cui la presenza di un numero non irrilevante di indipendenti e di indipendenti tratti dalla lista di minoranza nel Consiglio di amministrazione possa impattare rispetto alla *dividend policy* che contraddistingue ciascuna realtà societaria, e affronta le evidenze empiriche risultanti.

<sup>6</sup> «Activist hedge funds are ultimately interested in obtaining operational or leadership changes that they believe would substantially increase the value of their shares. They are *therefore interested* in changes such as CEO replacement, *increased payouts to shareholders*, a major transaction such as a sale of the company, or some other substantial change in the strategic direction of the company», così L.A. BEBCHUK *et al.*, *Dancing with the Activists. Columbia Business School Research Paper No. 17-44, 2017; Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 906*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2948869](https://ssrn.com/abstract=2948869).

Un'eventuale erronea qualificazione di taluni consiglieri quali indipendenti ovvero la presenza di figure non strettamente indipendenti pare però, alla luce dei riscontri empirici, non impattare in modo marcato ed evidente rispetto all'operato del comitato *audit*, nomine e remunerazioni (R. CRESPI-CLADERA, B. PASCUAL-FUSTER, *Does the independence of independent directors matter?*, in *J. Corp. Fin.*, 2014, vol. 28, 116 ss.).

una grande varietà di soluzioni sia nell'ambito dell'autodisciplina sia, in taluni casi, nell'ambito legislativo.

Come sovente accade nello studio del diritto commerciale, l'analisi e la comprensione dell'istituto nel suo concreto atteggiarsi svolge un ruolo fondamentale a supporto della trattazione giuridica, in special modo dell'autodisciplina, che *per se* introduce un carattere di "personalizzazione" all'interno della disciplina del tipo societario prescelto (la società per azioni), suggerendo *best practices* capaci di soddisfare gli interessi convergenti nell'esercizio dell'attività d'impresa.

È opportuno sin da ora precisare che: (i) l'ambito di osservazione e trattazione del presente lavoro è limitato alle società italiane quotate nel periodo 2005-2015, esaminate secondo le caratteristiche successivamente specificate; (ii) le considerazioni interpretative svolte riguardano *unicamente* le società quotate, dunque, non si debbono intendere come estendibili automaticamente alle società per azioni in generale, stante il progressivo emanciparsi della disciplina delle quotate, la quale trova ormai nel codice civile soltanto una *tra* le molteplici fonti normative (ancorché la principale) che compongono lo "statuto della società per azioni"<sup>7</sup>; (iii) l'emancipazione è di fatto innegabile, tanto che alcuni autori hanno ritenuto doversi intendere la società per azioni in guisa di una "provincia separata dell'impero"<sup>8</sup>; (iv) il ricorso al mercato dei capitali pone la società al centro di un sistema di regole teso a garantire una gestione societaria efficiente<sup>9</sup> e un presidio delle minoranze efficace<sup>10</sup>. Ne discende che le rilevazioni e argomentazioni addotte comprovano la tesi secondo la quale è necessario: (i) garantire un livello di trasparenza superiore rispetto a quello individuato dalle norme di diritto comune; (ii) elaborare regole di comportamento ulteriori, che assicurino il corretto funzionamento del mercato, al fine di attrarre il risparmio e così finanziare l'attività imprenditoriale.

In conclusione, il lavoro si pone due essenziali obiettivi. Il primo consiste nel delineare una trattazione organica dei Codici di Autodisciplina (debitamente integrata con i risultati derivanti dall'osservazione della loro evoluzione, delle peculiarità nazionali e dei risultati conseguiti) e del meccanismo che ne è la cifra caratterizzante (il *comply or explain*), per valutare l'opportunità di una sua migliore declinazione. Il secondo si prefigge di analizzare il ruolo del voto di lista come possibile *best practice*, non sottacendo le problematiche principali che detta disciplina implica, bensì offrendo proposte di soluzione in relazione all'attuale panorama societario ed esaminando la sua efficacia alla luce della correlazione tra presenza di amministratori indipendenti di minoranza e *payout policy*.

---

<sup>7</sup> Da ultimo, M. NOTARI, Intervento in occasione del Convegno *Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario. Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Ciclo di seminari per Francesco Denozza*, tenutosi presso l'Università Statale di Milano il 10 ottobre 2016.

<sup>8</sup> P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, 12.

<sup>9</sup> R. COSTI, *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 66-67, secondo il quale «sia le norme di mercato sia le norme societarie dovrebbero tendere a un unico obiettivo: quello di favorire le gestioni più efficienti possibili delle attività imprenditoriali».

<sup>10</sup> A. GAMBINO, *Governo societario e dei mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 791.



*The real difficulty is with the vast wealth and power in the hands of the few  
and the unscrupulous who represent or control capital.  
Hundreds of laws of Congress and the State legislatures are in the interest of these men  
and against the interests of workingmen. These need to be exposed and repealed.  
All laws on corporations, on taxation, on trusts, wills, descent, and the like, need examination  
and extensive change. This is a government of the people, by the people, and for the people no longer.  
It is a government of corporations, by corporations, and for corporations.*  
— Rutherford B. Hayes <sup>11</sup>

## **CAPITOLO PRIMO**

SOMMARIO: 1. *Corporate governance* e autodisciplina: correlazione. – 1.1. Profili definitivi. – 1.2. Profili teorici. – 2. Autoregolamentazione: *soft (corporate) law*. – 2.1. Nascita della autoregolamentazione. – 2.2. Fondamenti e caratteri: *soft law*. – 2.3. Applicazioni: *soft (corporate) law*. – 2.3.1. *Soft (corporate) law*: tra Codici etici e di Autodisciplina. – 3. Codice di Autodisciplina delle società non quotate.

### **1. CORPORATE GOVERNANCE E AUTODISCIPLINA: CORRELAZIONE.**

Analizzare l'autodisciplina, i Codici di Autodisciplina, significa anzitutto analizzare la *corporate governance*<sup>12</sup>, disciplina dotata di proprie peculiarità<sup>13</sup> e di intrinseca complessità<sup>14</sup>, che

<sup>11</sup> R.B. HAYES, *Diary and Letters of Rutherford Birchard Hayes: Nineteenth President of the United States*, The Ohio State Archaeological and Historical Society, O. Columbus, 1922.

<sup>12</sup> «“Corporate Governance” is an ambiguous term. Narrowly defined, it concerns the powers, rights, and duties of the different corporate bodies (...), and deals with the internal organizational structure of the corporation and its functioning [...]. More generally one might argue that, directly or indirectly, corporate governance can include all rules that have an effect on the governing bodies of the corporation including, for example, rules concerning the financial structure of the corporation, or shareholders' agreements», in M. VENTORUZZO *et al.*, *Comparative Corporate Law*, West Academic Publishing, St. Paul, MN, 2015, 249. Nello stesso senso, E. WYMEERSCH, *How can Corporate Governance Codes be implemented?*, in *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, a cura di G. Ferrarini ed E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford, 2006, 144. Ai fini del presente lavoro con “*corporate governance*” è da intendersi l'insieme di meccanismi finalizzati all'allocatione del potere di direzione e governo di un'impresa (P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Corporate Law*, in *International Encyclopedia of Social & Behavioral Sciences*, a cura di N. Smelser e P. Baltes, Elsevier, Londra, 2001, 2803 ss., 2807 e V. CODA, *Trasparenza informativa e correttezza: contenuti e condizioni di contesto*, in AA. VV., *Scritti di economia aziendale in memoria di R. D'Orlando*, tomo I, Cedam, Padova, 1997, 333). Utilizzato per delineare concetti molto diversi tra loro (v. B.R. CHEFFINS, *The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why*, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 18*, 2015; *ECGI Law Working Paper n. 293*, 2015, spec. figura 1, a 8 e figura 2, a 24, rispettivamente, e K.J. HOPT, *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and International Regulation*, in *Am. J. Comp. Law*, 2011, vol. 59, n. 1, 1 ss.; *ECGI Law Working Paper n. 170*, 2011, 5 ss.), il termine non è univocamente definito in dottrina (cfr., a livello internazionale, J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, *Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 86*, Kluwer, Deventer, 2012, 59 ss. e, a livello nazionale, E. BARUCCI, *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Cacucci, Roma, 2006, 29 ss., ove l'A. pone l'accento sulla vicinanza tra scienze giuridiche ed economiche in ragione della “comunanza dell'oggetto di indagine, ovvero la dimensione sociale dell'azione degli individui”). A conferma di ciò, risulta interessante leggere come i principali studiosi sottolineino l'evoluzione continua che il sostrato in materia di *corporate governance* subisce, v. B. TRICKER, *Editorial*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 1999, vol. 7, n. 1, 1 s. Per più ampi

nell'ultimo ventennio ha ripreso vigore pure in virtù dell'autodisciplina. «[F]ortunata, evocativa locuzione ormai entrata nel comune vocabolario del diritto commerciale, anche nel nostro Paese»<sup>15</sup>, essa interessa oggi un numero sempre crescente di autori<sup>16</sup>: dai primi contributi teorici

---

riferimenti, invece, al concetto di *governance*, “*more structure than actor-centered*” (T. RISSE, *Regieren in “Räumen begrenzter Staatlichkeit”: Zur Reisefähigkeit des Governancekonzeptes*, in *Governance in einer sich wandelnden Welt*, a cura di G. Folke e Schuppert-M. Zürn, 2008, 149 ss.), sia consentito rinviare a AA.VV., *Nuove tendenze nella governance societaria dopo la riforma Vietti. Atti del Convegno “Gli assetti della governance societaria della riforma Vietti ai decreti Monti: miglioramento del sistema o esigenze contingenti?*, tenutosi a Roma il 12 giugno 2012, Giuffrè, Milano, 2014; AA.VV., *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2013; J. DINE, M. KOUTSIAS, *The Nature of Corporate Governance. The Significance of National Cultural Identity*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, USA, 2013, spec. 67 ss. e 93 ss.; M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, cit., 88 e nota 1; A.M. PACCES, *Rethinking Corporate Governance*, Routledge, Londra, 2012; L. ENRIQUES, *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, Intervento tenutosi a Trento il 3 novembre 2011, («[p]arlare di *governance* delle società quotate significa oggi, in concreto, chiedersi come consentire alle società italiane, quotate e non quotate, di ridurre i costi di finanziamento e dunque di meglio competere sul mercato. La *governance*, infatti, è l'insieme dei meccanismi istituzionali e di mercato che consentono agli investitori di minimizzare il rischio di perdere i propri investimenti ovvero di non vederne massimizzato il rendimento, per l'infedeltà o la negligenza di coloro ai quali i loro fondi vengono affidati»); R.M. BARKER, *Corporate Governance, Competition and Political Parties. Explaining Corporate Governance Change in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2010, 3 ss.; R.V. AGUILERA, G. JACKSON, *Comparative and International Corporate Governance*, in *Academy Mgmt. Annals*, 2010, vol. 4, n. 1, 485 ss.; D.C. CLARKE, *Nothing But Wind? The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, in *Am. J. Comp. Law*, 2010, vol. 59, n. 1, 75 ss.; C. THANKOM, A. COPINATH, *Corporate Governance and Development, Reform, Financial Systems and Legal Frameworks*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2009; J.J. NORTON, J.RICKFORD, *Corporate Governance Post-Enron, Comparative and International Perspectives*, *British Institute of International and Comparative Law*, Londra, 2005, 435 ss.; F.A. GEVURTZ, *The Globalization of Corporate and Securities Law: an Introduction to a Symposium, and an Essay on the Need for a Little Humility When Exporting One's Corporate Law*, *Pacific McGeorge School of Law, Scholarly Papers*; in *Transnational Law*, 2002-2003, vol. 16, n. 1, 2 ss.; L.A. BIANCHI, *Considerazioni introduttive*, in *Riv. soc.*, 1996, 405 ss.; M. BIANCO, P. CASAVOLA, *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, in *Riv. soc.*, 1996, 426 ss., come pure a C. OFFE, *Governance: An “Empty Signifier”?*, in *Constellations*, 2009, vol. 16, n. 3, 550 ss., ove l'A. riflette sulla intraducibilità del concetto in esame (a 550 e nota 7) e sul fatto che esso rappresenti un processo privo di soggetti e, dunque, di responsabili («[w]hile in the case of globalization, it is on occasion still possible to use a verb, if only in the passive voice (...), this grammatical option does not exist in regard to governance. While one can say of governments that their members *govern* and the governed are being governed, governance is apparently something that can be observed and experienced, but nobody can in fact do it. [...] In the case of governance, the imputability of actions and their consequences to actors is also complicated by the often-emphasized “network” characteristics and “multilateral” nature of a structure that consists of a great number of active players», a 550 e note 3-6).

<sup>13</sup> D.C. CLARKE, *Harmony or Dissonance? The Good Governance Ideas of Academics and Worldly Players*, in *Business Lawyer*, 2015, vol. 70, n. 2, 321 ss.

<sup>14</sup> Per tutti, quanto alle problematiche principali che essa solleva, v. M.J. ROE, *The Institutions of Corporate Governance*, in *The Institutions of Corporate Governance*, in *Handbook of New Institutional Economics*, a cura di C. Ménard e M.M. Shirley, Springer, Dordrecht, 2005; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 488*.

<sup>15</sup> M. RESCIGNO, “Corporate governance” e riforma del diritto societario, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 449, ove l'A. ripercorre il “dibattito vivace” al centro del quale si colloca la tematica in esame nei sistemi giuridici più avanzati, dibattito del quale dà conto il coevo scritto di M.J. ROE, *Comparative Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, Macmillan Reference, Londra, UK; Stockton Press, New York, NY, USA 1998, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=11366](http://ssrn.com/abstract=11366). Con riferimento all'ambito culturale, A.N. LICHT, *Culture and Law in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon, W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 13, in corso di pubblicazione. Per un quadro generale delle questioni nei principali ordinamenti, cfr. K.J. HOPT, *Comparative Corporate Governance the State of the Art and International Regulation*, cit. e D. CLARKE, *Nothing But Wind? The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, cit.

<sup>16</sup> «Interest in corporate governance has been rapidly growing, both inside and outside academia, together with

ed empirici, tra cui l'articolo di Berle e Means (*The Modern Corporations and Private Property*), pubblicato nel 1932<sup>17</sup>, a quelli di Baumol, nel 1959, dalle posizioni di Williamson, nel 1963, a quelle di Marris, l'anno successivo, dalla prospettiva di Cadbury<sup>18</sup> e dal *multi-disciplinary thinking* di Munger<sup>19</sup> alla *corporate governance* dinamica e interdisciplinare di Gilson<sup>20</sup>. Non solo: essa rappresenta l'ambito di convergenza della normativa di rango primario e secondario, delle leggi speciali in materia di impresa, dell'autodisciplina, che apporta un *contributo* tutt'altro che facoltativo, opinabile, discutibile alla *corporate governance*.

Pertanto, quale presupposto per i successivi approfondimenti, si affronta la disamina dello sviluppo della *soft law* rappresentata dai Codici di autodisciplina, differenziandoli sia dai semplici codici etici, sia dalla normativa primaria, individuando altresì i caratteri essenziali che ne determinano l'efficienza e l'ampia diffusione in quasi tutti i paesi industrialmente avanzati (flessibilità, capacità di assicurare un livello minimo di *compliance* condivisa, ...)

### **1.1. Profili definitivi.**

Sotto il profilo giuridico, di recente si è provata empiricamente la crescente diffusione della *corporate governance*, analizzando le migliaia di *proxy statements* formulate da S&P 500 nel periodo 1994-2004<sup>21</sup>, al punto che importa sommamente precisarne la nozione<sup>22</sup>. Preliminarmente, si dica

---

recognition of its importance. In the academic world, the interest in corporate governance has been truly interdisciplinary, with much work being undertaken by researchers not only from economics and finance but also from law, management, and accounting. The term [...] appears as a key word in the abstract of 987 papers over the past year on SSRN, and, given the huge amount of research being done in the area, SSRN in 2009 started the Corporate Governance Network (CGN) with 21 different subject-matter electronic journals», così L.A. BEBCHUK, M.S. WEISBACH, *The State of Corporate Governance Research, Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20*; in *Rev. Fin. St.*, 2010, vol. 23, n. 3, 939 ss.; Charles A. Dice WP 2009-21; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 652*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1508146](http://ssrn.com/abstract=1508146).

<sup>17</sup> «Già Berle e Means indicavano la grande *Corporation* come una delle principali e più influenti organizzazioni sociali dell'epoca presente e prospettavano di considerare il diritto delle società come “il potenziale diritto costituzionale del nuovo stato economico”, sottolineando che l'attività di impresa “sta sempre più assumendo l'aspetto di attività politica economica”, così U. TOMBARI, *Diritto azionario, corporate governance ed “analisi economica del diritto”: verso il ridimensionamento di una egemonia culturale*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, 389 ss. V. anche W.W. BRATTON, *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, in *J. Corp. Law*, 2001, vol. 26, n. 3, 737 ss.

<sup>18</sup> CADBURY COMMITTEE'S, *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance, Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992, par. 2.5.

<sup>19</sup> D.F. LARCKER, B. TAYAN, *Corporate Governance According to Charles T. Munger, Stanford Closer Look Series – CGRP 38, Rock Center for Corporate Governance*, 3 marzo 2014.

<sup>20</sup> «[T]his shift from corporate law to corporate governance – from a largely legal focus to one that focuses on the corporation's inputs, outputs and how they are managed and, ultimately, the manner in which governance interfaces with other institutional elements that make up a capitalist system – complicates the problem corporate scholars, of whatever mix of disciplines, have to confront», R.J. GILSON, *From Corporate Law to Corporate Governance. ECGI Law Research Paper n. 324/2016; Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 497; Columbia Law and Economics Working Paper n. 564*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2819128](http://ssrn.com/abstract=2819128), 2016, 5 (da cui si cita) e in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 10, in corso di pubblicazione.

<sup>21</sup> A. BEBCHUK, R.J. JACKSON, *The Rise of Corporate Governance*, 17 ottobre 2016. L'analisi suggerisce come ciò abbia impatti sicuramente positivi, e tra essi pare opportuno annoverare anche quello che in realtà gli AA. ritengono un impatto “neutro”: l'incremento nella domanda di una adeguata informativa rispetto alla *governance* stessa.

che per *corporate governance*, governo d'impresa o governo societario, è da intendersi l'insieme delle norme che a vari livelli (statuti, regolamenti, precetti, norme etiche, ...) regolano la gestione della società, comprese le relazioni tra i soggetti coinvolti e gli obiettivi perseguiti. Tale termine include i processi di esercizio e di controllo dell'azienda, le linee guida di governo societario, le tecniche di investimento, la legislazione di riferimento, i relativi statuti e le scelte politiche compiute<sup>23</sup>, delineando così un particolare sistema di gestione d'impresa<sup>24</sup>. In altri termini, utilizzando una metafora, essa rappresenta l'iOS di ogni società<sup>25</sup>, bilanciando al contempo valori ed efficacia, interazioni e *performance*<sup>26</sup>.

*Rectius*: «[i]n prima approssimazione, si può dire che per *corporate governance* si intende la definizione di un sistema (*lato sensu*) di gestione dell'impresa societaria per azioni (il riferimento è alla società di grandi dimensioni, dotate di un azionariato largamente diffuso, con particolare riguardo a quelle che si rivolgono al pubblico risparmio), risultante da un complesso di regole di natura diversa: norme legislative, statutarie, decisioni giurisprudenziali, precetti consuetudinari e anche di etica gli affari»<sup>27</sup>.

Il suo ambito è pertanto davvero vasto e non pare “teoricamente suscettibile di limitazioni preordinate”, comprendendo l'ambito dei Codici etici e di comportamento; delle norme civilistiche sulla responsabilità, *lato sensu* intesa, degli amministratori delle sanzioni amministrative; delle norme penali societarie e fallimentari, che attengono rispettivamente alla tutela della “fisiologia” e della “patologia del sistema”<sup>28</sup>.

<sup>22</sup> «Over the last 25 years the term ‘corporate governance’ has entered the lexicon of economists and other students of business. This development has been accompanied by growing interest differences in institutional structures – like corporate governance systems – across countries», in D.C. MUELLER, *The Economics and Politics of Corporate Governance in the European Union*, in *The Economics and Politics of Corporate Governance in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 3 ss., 3.

<sup>23</sup> Per tutti, M.J. ROE, *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.

<sup>24</sup> La *corporate governance* è un fenomeno globale, nei confronti del quale gli interessi sono crescenti (C.A. MALLIN, *International Corporate Governance: a Case Study Approach*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2006) ed in cui il ruolo principale è ricoperto dal rapporto tra gli *stakeholders* e *shareholders* (E. PARUM, *Corporate Governance and Corporate Identity*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2006, vol. 14, n. 6, 558 ss.).

<sup>25</sup> «Put differently, corporate governance is the corporation's operating system», R.J. GILSON, *op. cit.*, 11.

<sup>26</sup> «A good corporate governance structure is a working system for principled goal setting, effective decision making, and appropriate monitoring of compliance and performance. Through this vibrant and responsive structure, the CEO, the senior management team and the board of directors can interact effectively and respond quickly and appropriately to changing circumstances, within a framework of solid corporate values, to provide enduring value to the shareholders who invest in the enterprise», così BUSINESS ROUNDTABLE, *Principles of Corporate Governance*, novembre 2005, 6.

<sup>27</sup> P.G. JAEGER, P. MARCHETTI, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 625. Cfr. anche P. MONTALENTI, *Il conflitto di interesse nella riforma del diritto societario*, in G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 197 ss. e la schematica sintesi in A. KLETTNER, *Corporate Governance Regulation. The Changing Roles and Responsibilities of Boards of Directors*, Routledge, Oxtion-New York, 2016, 4-5.

<sup>28</sup> G. MUCCIARELLI, *Primum observare: le radici antiche della moderna corporate governance*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, 214 s.

## 1.2. Profili teorici.

Costituisce oggi una valida guida, in materia di articolazione storica della *corporate governance*, lo schema riassuntivo elaborato da Denis e McCornell<sup>29</sup> che, nell'ampia evoluzione storica e nell'articolato evolversi diacronico della disciplina<sup>30</sup>, individua due “generazioni” di studi in materia. Mentre, nella prima generazione, l'attenzione principale è focalizzata su Consiglio di amministrazione, struttura della proprietà azionaria, *market for corporate control, takeover market*<sup>31</sup>; nella seconda, le ricerche pongono mente soprattutto all'ottica comparata<sup>32</sup>, che ha manifestato la propria rilevanza in particolare rispetto alla separazione tra proprietà e controllo<sup>33</sup>, ovvero al dualismo *strong managers-weak owners*<sup>34</sup>.

Il suo ambito include altresì aspetti marcatamente economici<sup>35</sup>, tra cui le modalità utilizzate dai finanziatori, al fine di garantire alle società ritorni agli investimenti.<sup>36</sup>

Se comune è l'ambito oggetto di disamina delle due teorie, diverso risulta però il punto di vista utilizzato nella trattazione degli argomenti: «[o]ne perspective approaches the corporate governance debate as part of the larger question of how to organise economic activity to achieve more fundamental societal objectives relating to equity, fairness, freedom and citizen responsibilities. The other perspective is more narrowly concerned with economic efficiency objectives and, at the risk of exaggeration, considers economic efficiency to be an end in itself rather than a means to non-economic societal objectives»<sup>37</sup>. Infatti, se un punto di vista guarda al concetto in esame come parte della più ampia questione organizzativa, che mira al

<sup>29</sup> D.K. DENIS, J.J. MCCORNELL, *International Corporate Governance*, in *J. Financial and Quantitative Analysis*, 2003, vol. 38, n. 1, 1 ss.

<sup>30</sup> «Corporate governance is path dependent – *history matters* importantly [...] [It] is messy, complicated and contextual because that is the character of dynamic markets. [...] The move from corporate law to corporate governance reflects a move from a simple legal view of the corporation to one that has become *increasingly complex and dynamic*, responding to the *increased complexity and dynamics* of the capital, input and product markets that corporations inhabit. And therein lies the problem with corporate governance models: *at best, they are snapshots, stills of a moment in a motion picture*. Corporate governance is part of the structure of an economy whose behavior, and hence whose architecture, is dictated by the interaction among all of the markets in which the corporation operates, each of which is itself in motion», R.J. GILSON, *op. cit.*, rispettivamente a 12 e nota 23 e a 42 s.

<sup>31</sup> Ampiamente, B. HOLMSTROM, S.N. KAPLAN, *Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s*, in *J. Econ. Perspective*, 2001, vol. 15, n. 2, 121 ss. e, nel contesto britannico, J. FRANKS, C. MAYER, *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, in *J. Fin. Econ.*, 1996, vol. 40, n. 1, 163 ss.

<sup>32</sup> Per tutti, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Law and Finance*, in *J. Political Economy*, vol. 106, n. 6, dicembre 1998, 1113 ss. Lo scritto può essere annoverato tra i lavori che più hanno influenzato l'intera discussione economica-giuridica in materia di *governance*.

<sup>33</sup> A.A. BERLE jr, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932, 90.

<sup>34</sup> M.J. ROE, *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, *cit.*

<sup>35</sup> R.P. AUSTIN, H. FORD, I. RAMSAY, *Company Directors: Principles of Law and Corporate Governance*, LexisNexis Butterworths, Chatswood, NSW, 2016, spec. capitolo 1, e, nel medesimo senso, A. PIETRANCOSTA, *Enforcement of Corporate Governance Codes: a Legal Perspective*, in *Rev. trim. droit fin.*, 2011, n. 1-2, 27 («[...] corporate governance issues are rarely approached – solely or even primarily – from a legal point of view. The topic is instead dominated by economic, financial or managerial perspectives. This is justified to the extent that these perspectives have provided both the philosophical foundations of the corporate governance movement and a platform for its growth, not to mention its characteristic empirical elements and modes of expression»).

<sup>36</sup> R. SHLEIFER, A.W. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 2, 737 ss.

<sup>37</sup> W. BESSLER, F.R. KAEN, H. SHERMAN, *Going Public: A Corporate Governance Perspective*, aprile 1997, 3.

raggiungimento di obiettivi sociali fondamentali; un punto di vista differente guarda all'efficienza economica, considerata in senso finalistico, non strumentale, rispetto all'attività svolta. In altre parole, mentre la *managerialist theory* sottolinea l'importanza del potere di gestione aziendale, la *contractual theory* – sostenuta da Coase, Fama, Jensen, Meckling, Posner e, nel diritto societario, Easterbrook – sottolinea l'importanza delle forze di mercato nell'allineare gli interessi, anche confliggenti<sup>38</sup>, che nella società convergono, sostenendo che i mercati competitivi, essenziali alla massimizzazione dei risultati economici, rivestano una maggiore importanza delle norme inderogabili di legge. Secondo quest'ultima, le norme giuridiche obbligatorie imposte dal governo sono raramente preferibili alla contrattazione individuale<sup>39</sup>. Negli ultimi anni, infine, è emersa la *team production theory*, nota oggi grazie al contributo di Blair e Stout. L'idea è stata inizialmente sviluppata da Alchian e Demsetz<sup>40</sup>, e sottolinea come la teoria contrattuale della società sia invero troppo limitata, concentrandosi sul rapporto *manager-shareholders*, laddove appare più realistico considerare gli azionisti come parte del più ampio *team* di impresa. Il modello gerarchico rappresenta quindi, in modo più soddisfacente rispetto alla teoria contrattuale, tutte le circostanze in cui si è ritenuto opportuno, per le società, assumere un comportamento altruistico.

Dette considerazioni inducono ad approfondire la relazione che intercorre tra regolamentazione del diritto societario e “mondo dei traffici”<sup>41</sup>, una relazione vasta e complessa che pone alcuni quesiti circa il motivo della regolamentazione, la modalità più adatta a tal fine, il soggetto maggiormente indicato a perseguirlo. Nello specifico si consideri che, in primo luogo, la regolamentazione è richiesta dai legami tra gli attori del mercato interni ed esterni alla società, in secondo luogo, è costante la tensione tra *mandatory rules* e mere *guidelines*, in terzo luogo, è permanente la dicotomia tra Stato e mercato<sup>42</sup>.

---

<sup>38</sup> Per tutti, C.A. HILL, B.H. MCDONNELL, *Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict?*, in *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, a cura di C.A. Hill e S. Davidoff Solomon, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2016, 396 ss.

<sup>39</sup> R.P. AUSTIN, *Corporate Governance Symposium: What is Corporate Governance? Precepts and Legal Principles*, in *NZ Law Rev.*, 2005, vol. 3, 335 ss.

<sup>40</sup> A.A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 1972, vol. 62, n. 5, 777.

<sup>41</sup> A. MIGNOLI, *Il giurista e il “fatto”*, in *Riv. soc.*, 1979, 1018 e 1021.

<sup>42</sup> Tanto lo Stato quanto il mercato partecipano alla produzione della regolamentazione societaria, «of course the rigid dichotomy of the state as regulator versus the market as self-regulator does not do justice to the different ways in which the state and the market interact to produce corporate law and regulation [...]: the state's deference to self-regulation is inimical to its formation; the market forms state regulation through consultation, repeat player activity and lobbying. [...] [W]e are interested not in the ways in which the market moulds and influences regulation but in the circumstances in which it actually controls the production and enforcement of that regulation. Endogenous self-regulation is the ideal type of such regulation, but it is not the only one. Where there are regulatory benefits for the state to defer to the market to generate and enforce rules, the state, cognizant of these benefits, may command the market, collectively or individually, to generate regulation or to engage in practices that lead to targeted norm formation. We might view this type of regulation as forced self-regulation, [...] market-controlled regulation and distinguish it from self-regulation [...] as the (quasi-) endogenous production of regulation in the absence of legal instruction», così D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, *LSE Law, Society and Economy Working Papers n. 5*, 2015, 1 s. Parimenti, in modo efficace, R.M. BUXBAUM, *The Internal Division of Powers in Corporate Governance*, in *California Law Rev.*, 1985, vol. 73, n. 6, 1671 ss.: «[c]orporations are more like people than like money. They come in a large variety of sizes and shapes, of ownership diffusion and concentration, and of passive and active member involvement. This variety confounds simplistic efforts to impose a “rule of markets” on the upper, public end and a “rule of contract” on the lower end of what, after all, represents not a dichotomy but a spectrum of firms. The reality of corporate diversity also has institutional implications. Legislatures may be emperors over rules, but courts are emperors

Ne emerge un quadro composito, da esaminarsi a livello comparato<sup>43</sup>; ovvero riferito all'effetto della *compliance* rispetto a struttura del *Board*<sup>44</sup>, CEO *turnover* e politiche di remunerazione<sup>45</sup>; ovvero alla dimensione quantitativa, atta a valutare la *performance* finanziaria delle società *code-compliant*<sup>46</sup>.

---

over events», a 1674.

<sup>43</sup> Cfr. D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the 'comply-or-explain' Principle: Discursive Legitimacy Tactics with regard to Codes of Corporate Governance*, in *J. Mgmt. & Gov.*, 2013, vol. 17, n. 3, 791 ss.; R.B.H. HOOGHIEMSTRA, H. VAN EES, *Uniformity as Response to Soft Law: Evidence from Compliance and Non-compliance with the Dutch Corporate Governance Code*, in *Reg. & Gov.*, 2011, vol. 5, n. 4, 480 ss.; D. AKKERMANS *et al.*, *Corporate governance in the Netherlands: an Overview of the Application of the Tabaksblad Code in 2004*, in *Corp. gov.*, 2007, vol. 15, n. 6, 1106 ss.; S.C. LAVAL, *Communicating transparency: a genre network approach: how do corporate governance codes - the SOX and the Tabaksblad Code - affect Dutch cross-listed companies' corporate communication?*. NARCIS (National Academic Research and Collaborations Information System), tesi discussa presso l'Università di Utrecht, 2010; E. MOSTACCI, *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Cedam, Padova, 2008, 167; A.V. WERDER, T. TALAULICAR, G.L. KOLAT, *Compliance with the German Corporate Governance Code: an Empirical Analysis of the Compliance Statements by German Listed Companies*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 2, 178 ss.

<sup>44</sup> Cfr. J. DAHYA, J.J. MCCONNELL, *Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation*, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 2007, vol. 42, n. 3, 535 ss.; S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, *One Size does not Fit All, after all: Evidence from Corporate Governance. Working Paper*, 2006 ed E. DEDMAN, *The Cadbury Committee Recommendations on Corporate Governance – A Review of Compliance and Performance Impacts*, in *Int'l J. Mgmt. Rev.*, 2003, vol. 4, n. 4, 335 ss. Sebbene i risultati siano complessivi e difficilmente riconducibili alle varie sfere, marcata è la prova del fatto che, in virtù dell'attuazione di queste raccomandazioni, si è verificato un rilevante miglioramento.

<sup>45</sup> Cfr. *Green paper on Corporate Governance Reform*, novembre 2016, allegato A, ove sono riportati esempi delle recenti riforme sulla remunerazione in vari Paesi; P. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 899 ss.; A.L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, a 257 s., note 10-11; S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Giuffrè, Milano, 2005, spec. a 144 s.; E. DEDMAN, *op. loc. cit.*

<sup>46</sup> I primi studi sul tema risalgono a T. TALAULICAR, A.V. WERDER, *Patterns of Compliance with the German Corporate Governance Code*, in *Corp. gov.*, 2008, vol. 16, n. 4, 255 ss., seguiti da valutazioni nazionali, in particolare della realtà inglese (R. BAUER, N. GUENSTER, R. OTTEN, *Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance*, in *J. Asset Mgmt.*, vol. 5, n. 2, 2004, 91 ss.), tedesca (I. GONCHAROV, J.R. WERNER, J. ZIMMERMANN, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis*, in *Corp. gov.*, 2006, vol. 14, n. 5, 432 ss.), portoghese (C.F. ALVES, V. MENDES, *Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case*, in *Corp. gov.*, 2004, vol. 12, n. 3, 290 ss.), spagnola (E. FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, S. GÓMEZ-ANSÓN, A. CUERVO-GARCÍA, *The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms*, in *Corp. gov.*, 2004, vol. 12, n. 1, 29 ss.) e neozelandese (K. REDDY, S. LOCKE, F. SCRIMGEOUR, *The Efficacy of Principle-Based Corporate Governance Practices and Firm Financial Performance: an Empirical Investigation*, in *Int'l J. Mgmt. Fin.*, 2010, vol. 6, n. 3, 190 ss.), che rivelano una correlazione positiva tra le due sfere. Al contrario una simile correlazione non è stata provata in relazione alle quotate in Thailandia (R. KOUWENBERG, V. PHUNNARUNGS, *Corporate governance, violations and market reactions*, in *Pacific-Basin Fin. J.*, 2012, vol. 21, n. 1, 881 ss.) né in Messico (R. PRICE, F.J. ROMÁN, B. ROUNTREE, *The impact of governance reform on performance and transparency*, in *J. Fin. Econ.*, 2011, vol. 99, n. 1, 76 ss.), mentre in alcuni casi ha dato origine a risultati differenti, variabili (D.F. LARCKER, S.A. RICHARDSON, I. TUNA, *Ratings add fire to the governance debate*, in *Financial Times*, *Mastering Corporate Governance Part Two*, 2005), talora positivi (H. LI, M. PINCUS, S.O. REGO, *Market Reaction to Events Surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *J. Law & Econ.*, 2008, vol. 51, n. 1, 111 ss.), talora negativi (I.X. ZHANG, *Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *J. Acct. Econ.*, 2007, vol. 44, n. 1-2, 74 ss. e K. LITVAK, *The effect of the Sarbanes-Oxley Act on non-US companies cross-listed in the US*, in *J. Corp. Fin.*, 2007, vol. 13, n. 2-3, 195 ss.).

Nei paragrafi seguenti verranno quindi analizzati, assumendo la prospettiva di cui si è detto<sup>47</sup>, in primo luogo, i connotati del meccanismo di autoregolazione; in secondo luogo, i Codici di Autodisciplina – più alta espressione nel diritto societario della *soft law*<sup>48</sup> –, nella consapevolezza che, da un lato, nonostante gli sforzi compiuti a livello regolamentare, commerciale ed accademico, non sia possibile identificare *standards* (raccomandazioni, *rating*<sup>49</sup>, indici di *corporate governance*<sup>50</sup>, ...) <sup>51</sup> associabili con certezza ad una più elevata probabilità di conseguimento dei profitti; dall'altro, una efficace *governance* sia realizzabile unicamente attraverso l'attenta considerazione, il ponderato bilanciamento e l'oculata pianificazione strategica di tutti gli elementi costitutivi l'impresa, capaci di attribuire a ciascuna realtà sociale il rilievo che merita<sup>52</sup>,

---

<sup>47</sup> Detta prospettiva comparata risulta al contempo particolarmente risalente e moderna («It is very old because ever since companies and company laws first existed, trade has not stopped at the frontiers of countries and states. [...] But comparative company law is also very modern», v. K.J. HOPT, *Comparative Company Law*, in *Oxford Handbook of Comparative Law*, a cura di M. Reimann e R. Zimmermann, Oxford University Press, Oxford, 2006, 1161, ripreso anche in D.C. DONALD, *Approaching Comparative Company Law*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2008, vol. 14, n. 1, 83), nonché di estrema utilità al fine di indagare il contesto statunitense, Paese in cui l'attenzione per la comparazione rappresenta una cifra caratterizzante del *modus cogendi* del giurista: «American lawyers are natural comparativists. American lawyers, judges and legislators look to other jurisdictions for solutions to similar problems. Legislators, in particular, have done much to harmonize the laws as between the states. This harmonization has been accomplished through the adoption of uniform laws, [...] built on a foundation of multi-jurisdictional analysis», così L.C. BACKER, *Comparative corporate law: United States, European Union, China, and Japan: cases and materials*, Carolina Academic Press, Durham, N.C., 2002, 4 s. Cfr. anche M. VENTORUZZO *et al.*, *Comparative Corporate Law*, West Academic Publishing, St. Paul, MN, 2015, 1 ss. Nella letteratura nazionale, D. CORAPI, *Diritto commerciale comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 167 ss.: «[l]a comparazione consente una riflessione più matura e una definizione più precisa degli istituti e regole del diritto commerciale per effetto anche dell'altra caratteristica che, come detto, è propria di questo settore del diritto, quella di essere un diritto "universale" o "cosmopolita", transnazionale», a 176.

<sup>48</sup> Per una disamina empirica dei profili, v. I. FERRERO-FERRERO, R. ACKRILL, *Europeanization and the Soft Law Process of EU Corporate Governance: How Has the 2003 Action Plan Impacted on National Corporate Governance Codes?*, in *J. Common Market St.*, 2016, vol. 54, n. 4, 878 ss. Gli AA., attraverso una attenta disamina, arrivano a concludere nel senso della influenza esercitata dall'*Action Plan* del 2003 rispetto ai Codici nazionali: una correlazione positiva soprattutto rispetto ai Codici prodotti in epoca successiva e correlati ad un contesto geografico laddove in precedenza non si poteva rinvenire una forte ed autonoma cultura di governo societario.

<sup>49</sup> Di recente, A. PLAZZI, W.N. TOROUS, *Does Corporate Governance Matter? Evidence from the AGR Governance Rating*, in *Swiss Finance Institute Research Paper No. 54*, 2016.

<sup>50</sup> Tali indici, per propria natura imperfetti, nonostante il loro utilizzo incredibilmente diffuso, in ragione dell'assenza di valide alternative (S. BHAGAT, B. BOLTON, R. ROMANO, *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, in *Columbia Law Rev.*, 2008, vol. 108, n. 8, 1803 ss.), sono stati analizzati in un'ottica *country-specific* per provare l'esistenza di sub-indici, espressione di differenti aspetti della *governance* (ad esempio, l'indipendenza del Consiglio), v. B.S. BLACK *et al.*, *Corporate Governance Indices and Construct Validity*, *Univ. of Michigan Law & Econ. Research Paper*, *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 13-05*; *ECCI Finance Working Paper n. 483*, 2016; in *Corp. Gov.: an Int'l Rev.*, 2017, vol. 25, n. 6, 397 ss., ove ampia ed aggiornata è la bibliografia in argomento.

<sup>51</sup> A. RENDERS, A. GAEREMYNCK, P. SERCU, *Corporate-Governance Ratings and Company Performance: a Cross-European Study*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2010, vol. 18, n. 2, 87; R. DAINES, I.D. GOW, D.F. LARCKER, *Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?*, in *J. Fin. Econ.*, 2010, vol. 98, n. 3, 439 ss.; S.A. JOHNSON, T.C. MOORMAN, S. SORESCU, *A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices*, in *Rev. Fin. St.*, 2009, vol. 22, n. 11, 4753 ss.; J.E. CORE, W.R. GUAY, T.O. RUSTICUS, *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*, in *J. Fin.*, 2006, vol. 62, n. 2, 655 ss.

<sup>52</sup> «Rather than focus on check-the-box solutions, governance can only be improved when corporate practitioners and their constituents give the matter the careful consideration it deserves», così D.F. LARCKER,

nonché di un armonico e complementare approccio regolamentare e normativo<sup>53</sup>. A fronte delle posizioni scettiche espresse in dottrina rispetto al loro carattere di *facoltatività*<sup>54</sup>, pare infatti innegabile l'esistenza di taluni aspetti positivi: essi «hanno, anzitutto, il pregio di (tentare di) introdurre comportamenti virtuosi attraverso l'adozione spontanea di regole, anziché mediante la rigidità dell'imposizione normativa [così consentendo] un adeguamento progressivo, condiviso, non subito e perciò, sul medio periodo, probabilmente effettivo. La *moral suasion* di un ente privato (Borsa Italiana) può rafforzarne l'efficacia<sup>55</sup>. L'anticipazione privata può del resto [e così, infatti, è accaduto] preludere alla consacrazione normativa»<sup>56</sup>. La loro importanza di sistema, dunque, non può che essere evidenziata promuovendo concretamente l'adesione e l'effettività di detti Codici<sup>57</sup>, dove, con il termine “effettività” si può intendere il livello di adozione delle raccomandazioni (c.d. *substantive effectiveness*) o il solo sistema *comply or explain* (c.d. *disclosure effectiveness*)<sup>58</sup>.

---

B. TAYAN, *Seven Myths of Corporate Governance*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-16, giugno 2011, spec. a 3.

<sup>53</sup> L'autodisciplina è infatti capace di produrre vantaggi concreti «solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da autorità di vigilanza, ecc.) ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno le garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma non sostitutivo, e men che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica. Un eccesso di autoreferenzialità rischierebbe, prima o poi, di metterne a nudo la congenita mancanza di adeguati mezzi di controllo e di coercizione: [...] affidare l'efficacia della norma al solo timore che chi la violi possa incorrere nella riprovazione dei consociati si rivela spesso un'utopia bella e buona», così R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 774. Cfr. «[g]iven complementarity between elements and the economic advantages of consistency, a “middle-of-the road” model of corporate governance would not make much sense and can, therefore, not be recommended from an economic perspective», R.H. SCHMIDT, G. SPINDLER, *Path dependence and complementarity in corporate governance*, in *Convergence and Persistence*, in *Corp. gov.*, a cura di J.N. Gordon e M.J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, 2004, 122.

<sup>54</sup> C. PISTOCCHI, *Appunti sul Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 171 ss., a 173 s.; A. FEDI, *I codici di autogoverno delle società e la corporate governance*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, 551 ss.; N. BRUTTI, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 236 ss.; ID., *Rilevanza giuridica dell'autoregolamentazione: osservazioni su codici di comportamento delle società quotate*, in *Soc.*, 2007, spec. 1216 ss.

<sup>55</sup> M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 147.

<sup>56</sup> P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803 ss., par. 7.

<sup>57</sup> P. ABBADESSA, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO, *Nuove prospettive della tutela del risparmio*. Atti del convegno tenutosi a Napoli il 27-28 maggio 2005, Giuffrè, Milano, 2006, 59. Dubbi circa l'effettività e l'applicabilità dei Codici di autodisciplina sono stati espressi, nella dottrina inglese, in A. KEAY, *Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight?*, in *Legal St.*, 2014, vol. 34, n. 2, 279 ss., a 285 ss. e K. SERGAKIS, *EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the 'Comply or Explain' Principle?*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2013, 394 ss., a 403 ss.

<sup>58</sup> P. BÖCKLI *et al.*, *European Company Law Experts, Making Corporate Governance Codes More Effective. A Response to the European Commission's Action Plan of December 2012*, dicembre 2013, 2.

*[S]oft law, through the proliferation of codes of corporate governance, seems to be the answer [...] in spite of its lack of normative value. [...] [C]orporate governance is more a question of conduct and human relations than of rules and procedures.  
— Véronique Magnier<sup>59</sup>*

## **2. AUTOREGOLAMENTAZIONE: *SOFT (CORPORATE) LAW.***

### **2.1. Nascita della autoregolamentazione.**

Come icasticamente rilevato da un autorevole storico del diritto: «[p]rima, il diritto era costretto all'ombra dello Stato e tendeva ad identificarsi in un complesso di leggi; ora, va riscoprendo la sua fisiologica dimensione di ordinamento dell'intera società e chiede di manifestarsi a delle fonti plurali, che, accanto alla legge, sono le consuetudini, le sentenze dei giudici, le opinioni autorevoli della scienza giuridica. Se il diritto moderno – settecentesco e ottocentesco – era all'insegna della semplicità (una semplicità indubbiamente non spontanea, ma forzata e quindi artificiosa), quello novecentesco ed odierno, misurandosi ormai liberamente sulla società, si presenta in tutta la sua complessità. – Prima, un rigido monismo giuridico; nell'immediato ieri e nell'oggi, un aperto pluralismo giuridico. Prima, solo il grande burattinaio dello Stato nazionale; nell'immediato ieri e nell'oggi, anche l'Europa e il fattualissimo, ma effettivo, diritto globale tutto modellato sulla situazione economica emergente. All'interno dello Stato nazionale, non solo leggi, ma una pluralità di fonti che valga a colmare l'incapacità del legislatore a disciplinare il magma che stiamo vivendo»<sup>60</sup>.

### **2.2. Fondamenti e caratteri: *soft law.***

La “costruzione spontanea”, da parte di un sistema giuridico, delle proprie strutture implica dunque sinanco una forma di “auto-regolazione” – che integra aspetti giuridici e non giuridici, pubblici e privati<sup>61</sup> –, variante dinamica dell'auto-organizzazione<sup>62</sup>, meccanismo che permette al sistema giuridico di produrre sia norme secondarie relative ad un diritto valido sia norme e procedimenti relativi alla sua trasformazione<sup>63</sup>. Tale sistema di autoregolazione poggia su ragioni economiche, etiche, giuridiche: le prime, che mirano a colmare le problematiche derivanti da conoscenza o contrattazione incompleta; le seconde, operanti tra diritto e morale; le ultime, tese alla “riflessività regolativa”<sup>64</sup>. Si realizza così un sistema che assume caratteri di potere di regolazione tanto vincolante quanto flessibile. Da un lato, le norme primarie e gli *standard* tecnici

<sup>59</sup> V. MAGNIER, *Harmonization process for effective corporate governance in the European Union: from a historical perspective to future prospects*, in *J. Law and Society*, 2014, vol. 41, n. 1, a 96 s.

<sup>60</sup> P. GROSSI, *Il diritto nella storia dell'Italia Unita*, 2012, come citato anche in G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 s.

<sup>61</sup> M.R. FERRARESE, *Il diritto al presente. Globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Il Mulino, Bologna, 2002, 72.

<sup>62</sup> Ampiamente, D. SEIDL, *Regulating Organizations through Codes of Corporate Governance*, *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 2006, 15-17; *Working paper series, Centre for Business Research, University of Cambridge*, 2006, 338.

<sup>63</sup> G. BOSI, *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009, 109 s. e nota 1, ove l'A. rinvia a G. TEUBNER, *Rechts als autopoietisches System*, Suhrkamp, Frankfurt am Main, 1989.

<sup>64</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 181 ss. (spec., rispettivamente, 197 ss., 235 ss. e 263 ss.).

elaborati dal regolatore; dall'altro, le linee guida, gli orientamenti, le raccomandazioni, le *Q&A*, prive di efficacia cogente, non di forza<sup>65</sup>.

### 2.3. Applicazioni: *Soft (corporate) law*.

Al giorno d'oggi, in misura persino maggiore *post crisi*<sup>66</sup>, l'autodisciplina, applicata anche al settore bancario<sup>67</sup>, riflette: (i) l'importanza di contenere i costi della regolamentazione<sup>68</sup>; (ii) la flessibilità richiesta, in modo particolare, dal settore dei mercati finanziari<sup>69</sup> e, al contempo, una costante legittimazione dei contenuti agli occhi della collettività<sup>70</sup>; (iii) il rilievo di un *enforcement* fondato «sulla pressione di vincoli deontologici e di sanzioni di natura reputazionale<sup>71</sup> e di mercato<sup>72</sup>, dall'efficacia “immediata e diretta”<sup>73</sup> (mentre non viene tuttora messa in discussione la

---

<sup>65</sup> L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*. Atti del Convegno tenutosi a Venezia il 13-14 novembre 2015, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, 355 ss.

<sup>66</sup> L'impatto del fenomeno è notevole anche sotto il profilo giuridico, come dimostra, *inter alia*, rispetto agli organi di controllo delle società per azioni e a responsabilità limitata, M. STELLA RICHTER *jr*, *Su un frammento di legislazione societaria in tempo di crisi*, in AA.VV., *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A. Guaccero e M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2014, 79 ss.

<sup>67</sup> L. TORCHIA, *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, *cit.* L'A. osserva come le autorità nazionali siano invitate a compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti ed alle raccomandazioni europee, comunicando all'ESMA, entro sessanta giorni dall'emanazione dell'atto di *soft law*, perlomeno l'intenzione di conformarsi al principio *de quo*.

<sup>68</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, *cit.*, ove si legge: «[s]elf-regulation as an ideal theoretical type is said to generate several benefits. Self-regulation is cheap and imposes no direct cost on the state treasury: the marketplace pays for its own regulation», 3 e nota 1.

<sup>69</sup> Cfr. A.C. PAGE, *Self-Regulation and Codes of Practice*, in *J. Bus. Law*, 1980, 24 s. e F. DE LY, *Lex Mercatoria (New Law Merchant): Globalization and International Self-Regulation*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 555 s.

<sup>70</sup> «[T]he long-term success and stability of any self-regulatory response is dependent upon its maintaining its (democratic) legitimacy in the eyes of the public and the state. In particular, as the self-regulator usurps the regulatory function of the state it must be seen to do so in an unbiased and even-handed way», così D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, *cit.*, 10.

<sup>71</sup> Ampiamente, R. SHAPIRA, *Corporate Philanthropy as Signaling and Co-optation*, in *Fordham Law Rev.*, vol. 80, n. 5, 2012, 1889 ss., successivamente rivista e pubblicata quale primo *essay* della S.J.D. Dissertation discussa presso la Harvard Law School (Cambridge, MA, USA), 2014, 29 ss.

<sup>72</sup> M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, *cit.*, 157 e R. SHAPIRA, *Reputational Sanctions in the Shadow of the Law*, S.J.D. Dissertation discussa presso la Harvard Law School (Cambridge, MA, USA), 2014, 107 ss.

<sup>73</sup> Per tutti, A. MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not.*, 1973, 1043 ss., e in *La società per azioni. Problemi, letture, testimonianze*, vol. I, Giuffrè, Milano, 2002: «[o]ccorre battersi per una vigorosa autodisciplina (...) [che] consente l'irrogazione di misure rigorose e “comprese” dalla corporazione. La legge è rigida, in quanto non è possibile in tempi brevi adattarla alla realtà nel frattempo modificata: un disegno di legge rischia poi di essere attraverso l'iter parlamentare, e col sistema degli emendamenti, tradito nel suo spirito e negli scopi e che esso si propone, e di diventare un coacervo incoerente di norme (...) Un codice di comportamento, che mette al bando il trasgressore e lo addita, non solo alla corporazione, ma anche al pubblico, ha un'efficacia immediata e diretta», a 81 (corsivo aggiunto).

rilevanza più generale delle dinamiche fiduciarie sottese alle relazioni considerate)»<sup>74</sup>; (iv) la prevalenza, oggi, di una tecnica normativa mista, tesa non a snaturare le forme di autoregolazione, la cui formulazione è guidata da criteri definiti dal legislatore o dalle autorità amministrative, conformemente al modello di *self-regulation within a statutory framework*<sup>75</sup>, bensì a colmare le lacune e l'incompletezza che caratterizza le espressioni di regolazione normativa e di autoregolazione ove singolarmente considerate; (v) la necessità di evitare (*rectius*, arginare, per quanto possibile), forme di de-responsabilizzazione pressoché totale dell'impresa, di portata crescente.

Pur tuttavia, al fine di raggiungere gli scopi di cui si è detto, non tutti i Codici di *soft law* paiono parimenti efficaci<sup>76</sup>: il rilievo dell'etica nell'assunzione delle decisioni societarie<sup>77</sup>, infatti, rappresenta un tema essenziale, dalle molteplici cointeressenze rispetto al diritto<sup>78</sup>, ancor più in un mercato competitivo, nonostante i mezzi per raggiungere tali scopi non si possano ritenere ancora perfettamente enucleati. Sebbene, infatti, molte società siano ora dotate di Codici "etici"<sup>79</sup>, il beneficio che essi apportano<sup>80</sup> – oltre alle difficoltà relative all'*enforcement*<sup>81</sup> delle disposizioni

<sup>74</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 123 e nota 18, con riferimento a G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro it.*, 2000, V, cc. 95-96.

<sup>75</sup> F. VELLA, *Eteronormazione ed autoregolamentazione nella disciplina del mercato finanziario*, in *Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario, Quaderni di documentazione e ricerca Assogestioni*, n. 14, 1996, 66.

<sup>76</sup> Sul punto, E. MOSTACCI, *op. cit.*, 175.

<sup>77</sup> La valorizzazione di un approccio etico e culturale alla *corporate governance* (per tutti, in dottrina, B. SOLTANI, C. MAUPETIT, *Importance of Core Values of Ethics, Integrity and Accountability in the European Corporate Governance Codes*, in *J. Mgmt. Gov.*, 2015, vol. 19, n. 2, 259 ss.) è peraltro percepibile anche negli studi a cura di OECD, *Trust & Business. Corporate Governance & Business Integrity*, 2015 e FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation* (di seguito, *Harvard Law School Forum*), 13 agosto 2016 (da cui si cita).

<sup>78</sup> «Il tema della regolazione dell'impresa si colloca in corrispondenza di un crocevia concettuale tra i più complessi della teoria giuscommercialista, data la molteplicità delle cointeressenze – che non attengono solo al diritto, prioritariamente, e all'economia, ma anche alla sociologia economica e alla filosofia giuridica – [...]. L'autoregolazione societaria, in particolare, rappresenta un versante di ricerca recettivo di istanze plurime, dai punti di vista – nessuno escluso – teorico, dogmatico e operativo», così G. BOSI, *op. cit.*, 307 s. Approfondisce le relazioni tra regolazione e controllo, tra tutti, G. ALPA, *Autodisciplina e codice di condotta*, in *Sociologia del diritto*, 1995, 129 ss.

<sup>79</sup> A livello lessicale, M.S. SCHWARTZ, *A Code of Ethics for Corporate Code of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2002, vol. 41, n. 1/2, 27 ss., 39 ss.: «[a]re corporate codes of ethics necessarily ethical? To challenge this notion, an initial set of universal moral standards is proposed by which all corporate codes of ethics can be ethically evaluated. The set of universal moral standards includes: (1) trustworthiness; (2) respect; (3) responsibility; (4) fairness; (5) caring; and (6) citizenship. By applying the six moral standards to four different stages of code development (*i.e.*, content, creation, implementation, administration), a code of ethics for corporate codes of ethics is constructed by which companies can be ethically audited for compliance [...] a code of ethics for corporate codes of ethics. [...]. The standards can be used by normative researchers to assess other types of corporate documents, policies, or practices, in addition to evaluating a code of ethics. Practitioners can attempt to use the code of ethics for corporate codes of ethics to engage in an ethical audit of a company's code», a 39.

<sup>80</sup> «Self-regulation can succeed in achieving public goals when it supports the enforcement efforts of a robust regulatory regime by creating compliant, governable organizations. But like the blue moon, these conditions rarely align, and they are highly unlikely to occur where sustained political resistance by regulated entities has produced the regulatory void that self-regulation seeks to fill», v. J.L. SHORT, *Self-Regulation in the Regulatory Void: "Blue Moon" or "Bad Moon"?*, in *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, settembre 2013, vol. 649, n. 1, 22 ss., 32 s.

<sup>81</sup> Per un confronto tra strumenti di *soft* e di *hard law*, v. R.V. AGUILERA, M. GOYER, L.R. KABBACH-CASTRO, *Regulation and Comparative Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, a cura di M. Wright

prescritte dal codice in parola, destinate a moltiplicarsi<sup>82</sup> – è dubbio: la percezione che gli uomini d'affari hanno rispetto ad essi è varia e, di conseguenza, influenza le decisioni assunte in modo consistente<sup>83</sup>.

### 2.3.1. Soft (corporate) law: tra Codici etici e di Autodisciplina.

A dispetto di quanto ci si attenderebbe, nella disamina dottrinale la collocazione gerarchica della fonte, sia essa un “Codice etico”<sup>84</sup> ovvero un “Codice di Autodisciplina”<sup>85</sup> ovvero un “Codice misto”<sup>86</sup>, non è stata oggetto di attenta valutazione: in altre parole, non è stato individuato uno spartiacque tra le aree di influenza del primo e del secondo ambito. Di qui, alcuni hanno ritenuto tali “trame normative” inadeguate «a porsi quali fonti di obblighi legali, e pertanto [...] insufficiente, se non azzardato, [...] “rimettersi a questa sorta di morale riconosciuta”»<sup>87</sup>.

Pur tuttavia risulta essenziale differenziare in modo nitido le due dimensioni<sup>88</sup>. Ove

*et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 22 ss. e G. SPINDLER, *Verfassungsrechtliche Zulässigkeit einer Gleichstellungsquote im Aufsichtsrat der börsennotierten AG*, in *NZG Heft*, 2011, vol. 11, 401.

<sup>82</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 131.

<sup>83</sup> M.A. CLEEK, S.L. LEONARD, *Can Corporate Codes of Ethics Influence Behaviour?*, in *J. Bus. Ethics*, 1998, vol. 17, n. 6, 619 ss., a 629.

<sup>84</sup> L'idea di “*business ethics as self-regulation*” potrebbe essere considerata una evoluzione rispetto al più tradizionale “*market-failures approach to business ethics*”, v. J. HEATH, *Business ethics without stakeholders*, in *Bus. Ethics Q.*, 2006, vol. 76, n. 4, 533 ss.

Ampiamente, per quanto riguarda i codici etici, v. S. ROSSI, *Luci e ombre dei codici etici d'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, n. 1, 23 ss., ove l'A. discute anche sulla legittimità di alcune regole di condotta, di “norme di etica private” ispirate a principi e valori generali, quali le regole di correttezza e buona fede, di lealtà, imparzialità e fedeltà (a 27 ss.). Inoltre, l'A. analizza l'efficacia di tali “norme” – che esprimono un obbligo di diritto dai tratti della legalità sostanziale, impattando su un terreno culturale e sociologico, ancor prima che normativo – alla luce della loro struttura e contenuto (a 31 ss.). Evidente è, infatti, la difficoltà di “scriminare” «iniziative ispirate ad un serio impegno etico o di responsabilità sociale ed iniziative di pura immagine e soprattutto a selezionare quei prodotti dell'autodisciplina che siano tecnicamente validi».

<sup>85</sup> I Codici di autodisciplina presentano talune affinità rispetto ad altre forme di regolazione volontaria, tra cui i codici a tutela dei lavoratori e delle istanze ambientali, pur tuttavia, probabilmente, le differenze che li contraddistinguono sono persino maggiori: i codici sono infatti stati formulati per affrontare problemi di trasparenza, affidabilità, conflitti di interesse tra *management*, investitori, azionisti, per incrementare l'attrattività delle società quotate agli occhi degli investitori, certificando che le loro caratteristiche corrispondono a *standard di buon governo* (S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *Varieties of private self-regulation in European capitalism: corporate governance codes in the UK and Germany*, in *Socio-Econ. Rev.*, 2011, vol. 9, n. 2, 332). Quanto alla partecipazione dei lavoratori al governo delle imprese maggiori, v. M. GELTER, *Comparative Corporate Governance: Old and New*, in *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, a cura di B. Choudhury e M. Petrin, Cambridge University Press, Cambridge, 2017; *ECGI Law Working Paper n. 321*, 2016; *Fordham Working Paper Series* e N. GIETZEN, *Unternehmensmitbestimmung, Unternehmensmitbestimmung, Corporate Governance und der Deutsche Corporate Governance Kodex*, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013.

<sup>86</sup> È questa la tripartizione riportata in N. FERRO, *Riding the Waves of Reforms in Corporate Law, an Overview of Recent Improvements in Italian Corporate Codes of Conduct*, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM), *Corporate Social Responsibility and Sustainable Management Working Papers*, 2006; *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 2006.

<sup>87</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 148 s. e nota 58, ove si rinvia a P. RESCIGNO, *Introduzione*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2007, 14.

<sup>88</sup> I codici etici debbono essere intesi quali “manifestazioni” dell'autodisciplina, con la conseguenza che essi si considerano «per la loro aspirazione di orientare, a seguito di una scelta di autonomia, l'attività imprenditoriale

opportunamente integrate, esse connotano l'approccio ottimale, la prospettiva più completa rispetto al governo societario, nella direzione dell'autonomia.<sup>89</sup> Più precisamente, mentre i Codici di condotta regolano la condotta di amministratori e *managers*, i rapporti rispetto agli utenti, l'interesse pubblico, i fenomeni di responsabilità sociale; i Codici relativi alla *governance* – tra questi, il Codice di Autodisciplina delle società quotate, come pure il “Protocollo di autonomia per le società di gestione del risparmio”, a cura di Assogestioni – si soffermano all'interesse sociale strettamente inteso<sup>90</sup>. Nel diritto societario, i profili etico-giuridici dell'autoregolazione societaria presentano confini labili: convergenti, per taluni aspetti<sup>91</sup>; divergenti, per altri<sup>92</sup>. Sebbene non costituisca oggetto della presente trattazione, detta riflessione induce a compiere un rapido cenno ai Codici etici<sup>93</sup>, realtà ormai diffuse e consolidate anche nel nostro ordinamento<sup>94</sup>, la cui cifra distintiva è data dal fatto che essi «non creano un vincolo giuridico, ma soltanto, se si vuol dire,

---

in un senso appunto “etico”», C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, I, 2011, 159 ss.

<sup>89</sup> «Restituire spazio alla autonomia statutaria e alla libertà di impresa potrebbe rivitalizzare la importante funzione dell'autoregolamentazione», M. STELLA RICHTER *jr*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2014, n. 2, consultabile all'indirizzo rivistaodc.eu, 6.

<sup>90</sup> G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 56. Cfr., F. CAFAGGI, *Organizational Loyalties and Model of Firms: Governance Design and Standard of Duties*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2005, vol. 6, n. 2, 429 s., nota 38 e, nel ribadire la differenza tra responsabilizzazione sociale dell'impresa e autoregolazione societaria, G. BOSI, *op. cit.*, 136.

<sup>91</sup> A dimostrarlo, la trattazione congiunta dei temi in oggetto offerta da Autori quali: G. DE FERRA, *La responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2008, 349 ss.; G. CONTE, *La disciplina dell'attività d'impresa tra diritto, etica ed economia*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di G. Conte, Laterza, Roma-Bari, 2008, 3 ss.; N. BRUTTI, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 236 ss.; G. CONTE, *Codici etici e attività d'impresa nel nuovo spazio globale di mercato*, in *Contr. impr.*, 2006, 108 ss.; A. GAMBINO, *Etica dell'impresa e codici di comportamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 881 ss.

<sup>92</sup> Lo prova l'approccio empirico in R. COSTI, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2006, 83 ss.; F. DENOZZA, *Interesse sociale e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa. Problemi, teorie e applicazioni della CSR*, a cura di L. Sacconi, Bancaria, Roma, 2005, 143 ss.; F. DI SABATO, *Profili giuridici dell'etica negli affari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 383 ss.; D. GALLETTI, *Corporate governance e responsabilità sociale d'impresa*, in AA.VV., *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. II, Giuffrè, Milano, 2005, 2621 ss. e A. STABILINI, *Previsioni del diritto societario per la tutela degli stakeholder*, in *Il mercato giusto e l'etica della società civile*, a cura di S. Semplici, Vita e pensiero, Milano, 2005, 181 ss. e 495 ss.

<sup>93</sup> R. FITZGERALD, *Code of Ethics*, in *Encyclopedia of American Business*, 2011, 115 s. Individuano evidenza empirica del fatto che le società caratterizzate da *Board* numerosi ed eterogenei adottino più di frequente detti codici I.M. GARCÍA-SÁNCHEZ, L. RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, J.-V. FRÍAS-ACEITUNO, *Board of Directors and Ethics Codes in Different Corporate Governance Systems*, in *J. Bus. Ethics*, 2015, vol. 131, n. 3, 681 ss.

<sup>94</sup> M.S. SCHWARTZ, *A Code of Ethics for Corporate Code of Ethics*, *cit.*, 39: «[codes] of ethics are now prevalent in large corporations around the world. In the U.S., over ninety percent of large corporations have a code of ethics (Center for Business Ethics, 1992), while in Canada eighty-five percent have a code (KPMG, 2000). Of the largest European corporations, fifty-seven percent of U.K. companies have a code (Le Jeune and Webley, 1998), fifty one percent of German companies have a code (Schlegelmilch and Langlois, 1990), and thirty percent of French companies have a code (Schlegelmilch and Langlois, 1990). The prevalence of codes should continue to increase as governments, industry associations, professional associations, and special interest groups increasingly call for the establishment of corporate codes of ethics». Inoltre, a qualche decennio fa risalgono i primi studi mirati a comprenderne l'efficacia, tra essi: S. WELLER, *The Effectiveness of Corporate Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, maggio 1988, vol. 7, n. 5, 389 ss.

un vincolo di altra natura»<sup>95</sup>. Oltre a precisare il settore in cui una determinata società è attiva, essi condensano i tratti che da sempre hanno ispirato la sua attività ed integrità, le regole di comportamento che ne conseguono e alla cui osservanza sono tenuti gli organi sociali, il *management*, i prestatori di lavoro, i collaboratori esterni e ogni soggetto che cooperi a qualsiasi titolo con essa. Il Codice etico, in altri termini, raccoglie i principi irrinunciabili al fine di garantire buon funzionamento e affidabilità della società capogruppo e delle controllate, direttamente o indirettamente: legittimità, lealtà, correttezza, trasparenza, riservatezza, rispetto del valore della persona<sup>96</sup> e delle risorse umane, della tutela ambientale, della concorrenza – strumento indispensabile per lo sviluppo del sistema economico – e dell’ambiente. Anzitutto, la loro adozione si basa sul convincimento che l’etica nella conduzione degli affari costituisca elemento essenziale per il successo dell’impresa e rappresenti la migliore espressione della propria immagine. Nel redigere il Codice etico, ruolo primario è ricoperto dall’attività di prevenzione e contrasto degli illeciti, cui ogni società italiana è tenuta in virtù del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, in materia di responsabilità amministrativa degli enti<sup>97</sup>: il Codice costituisce pertanto una componente essenziale, a supporto del “Modello di Organizzazione, Gestione e Controllo” per la

---

<sup>95</sup> C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, cit., 170 e nota 30. L’A. sottolinea come, da un punto di vista logico, il codice si definisce tale «in quanto le regole con esso poste istituiscono doveri di per sé non definibili in termini propriamente giuridici: in quanto ulteriori ad essi oppure concernenti comportamenti estranei alla disciplina dell’ordinamento [...]».

<sup>96</sup> Di notevole interesse, sotto il profilo soggettivo, quanto al ruolo dei lavoratori nei codici etici, I. WINKLER, *The Representation of Social Actors in Corporate Codes of Ethics. How Code Language Positions Internal Actors*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 101, n. 4, 653 ss.

<sup>97</sup> Occorre però precisare che questo tema è oggetto di attenzione, oltre che delle disposizioni del codice civile (cfr. N. ABRIANI, *Reato degli enti: modelli di prevenzione e linee evolutive del diritto societario*, in *Società e modello «231»: ma che colpa abbiamo noi?*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, n. 2, 187 ss.; G. FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. III, \*\*\*, Utet, Torino, 2007 e V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.), anche dei principi *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD)* e del Codice di Autodisciplina delle società quotate (sul punto, sia consentito rinviare a M.L. PASSADOR, *Profili di governance derivanti dal d.lgs. 231/2001: autodisciplina ed esperienza comparata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2015, n. 2, 97 ss., rispettivamente a 100 s. e 101 ss.). Quanto al Codice di Autodisciplina, in un contesto storico che, al momento dell’adozione della legge 231, da poco ne conosceva i principi, è la novella del 2006 ad assumere un ruolo di primo piano rispetto alla questione. L’art. 8 (“Sistema di controllo interno”) reca menzione della disposizione nel secondo criterio applicativo, secondo cui il consiglio di amministrazione esercita le proprie funzioni relative al sistema di controllo interno tenendo in adeguata considerazione i modelli di riferimento e le *best practices* esistenti in ambito nazionale e internazionale, ponendo particolare attenzione ai modelli di organizzazione e gestione adottati ai sensi del d.lgs. 8 giugno 2001 n. 231. Non una mera dichiarazione d’intenti, non una semplice enunciazione di principio o una clausola di stile, quindi. Al contrario, il Codice indugia in molteplici disposizioni sul tema della scoperta, mappatura, gestione dei fattori di rischio, con l’intenzione di eliminare prontamente situazioni rischiose, come provano l’art. 3.1, incentrato sul consiglio di amministrazione, l’art. 14, dedicato al comitato per il controllo interno, l’art. 15, focalizzato sul ruolo del collegio sindacale e, soprattutto, l’art. 9, avente funzione primaria in quanto il sistema di controllo interno costituisce l’insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate, mediante un processo di intensificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei rischi adeguato ad una conduzione dell’impresa sana, corretta, coerente con gli obiettivi iniziali. In argomento, cfr. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.; N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, in *Riv. dir. impr.*, 2012, 197 ss., a 199 ss.; P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011, 28 s.; L. SCHIUMA, *Le competenze dell’organo di controllo sull’assetto organizzativo della spa nei diversi sistemi di governance*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, 57 ss. e nota 4; N. ABRIANI, *Reato degli enti: modelli di prevenzione e linee evolutive del diritto societario*, cit. e M. CARDIA, *Codice di Autodisciplina e normativa 231*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 3, 63 ss.

prevenzione degli illeciti<sup>98</sup>. Al contrario di quanto accade in Italia, invece, negli Stati Uniti, detti Codici contengono anche una parte dedicata all'etica rispetto al *financial reporting*, sebbene inizialmente molto vaga e contenutisticamente standardizzata nella prassi<sup>99</sup>, e successivamente dimostratasi non particolarmente motivante rispetto all'*enforcement* di elevati *standard* etici da parte delle società medesime<sup>100</sup>. Quanto alla loro diffusione, le istanze poste dalla globalizzazione<sup>101</sup> sottolineano la loro convergenza<sup>102</sup> contenutistica, suggerendo che essi diventeranno comuni e

---

<sup>98</sup> I Codici etici hanno ricevuto una attenzione crescente a seguito degli scandali societari e della crisi economica: varie iniziative sono state adottate al fine di ripristinare la fiducia nel *business*, ponendo mente al ruolo del consiglio di amministrazione nella pianificazione e nel *monitoring* dei risultati ottenuti dai codici medesimi. A livello empirico, sebbene nel rispetto delle peculiarità nazionali (I-M. GARCÍA-SÁNCHEZ, L. RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, J.-V. FRÍAS-ACEITUNO, *Board of Directors and Ethics Codes in Different Corporate Governance Systems*, in *J. Bus. Ethics*, 2015, vol. 131, n. 3, 681 ss.), rileva la non influenza delle caratteristiche personali del CEO «(except for CEO reputation) on the likelihood of having a corporate code, indicating that this decision has to do with a choice made by the company overall, perhaps because of regulatory reasons or stakeholders' expectations. Also, we have checked how other variables, such as the extent of a firm's participation in defence or other government contracts or multiple listings of the company in different financial markets, can influence the decision of developing an ethics code», così I-M. GARCÍA-SÁNCHEZ, L. RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ, I. GALLEGÓ-ÁLVAREZ, *CEO Qualities and Codes of Ethics*, in *Eur. J. Law Econ.*, 2013, vol. 35, n. 2, 295 ss. I medesimi AA. già avevano indagato come, a livello europeo, «board ownership leads to an entrenchment of upper-level management, generating a divergence between the ethical interests of owners and managers. In light of this situation, the presence of independent directors is necessary to reduce such conflicts. [...] [A] greater number of female directors does not necessarily lead to more ethical companies. Moreover, within Europe as a continent, board ownership leads to an entrenchment of upper-level management, generating a divergence between the ethical interests of owners and managers. In light of this situation, the presence of independent directors is necessary to reduce such conflicts», in ID., *Corporate Governance and Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2009, vol. 90, n. 2, 187 ss.

<sup>99</sup> Proprio nel contesto statunitense, infatti, guardano ai codici in guisa di un “falso mito” per la realizzazione di una efficace *corporate governance* D.F. LARCKER, B. TAYAN, *Seven Myths of Corporate Governance*, cit.: «the most destructive myth in corporate governance is the notion that best practices exist which, if uniformly followed, lead to better oversight and performance. This is simply not the case. Despite the best efforts [...], no one has yet identified standards that are consistently associated with improved corporate outcomes. [...]. It is hard to imagine that the complexity of such an undertaking can be reduced to a checklist that is no more difficult to follow than the recipe in a cookbook. Rather than focus on check-the-box solutions, governance can only be improved when corporate practitioners and their constituents give the matter the careful consideration it deserves», 4 s. e allegato 5.

<sup>100</sup> L. HOLDER, W. JEFFREY COHEN, *The Cut and Paste Society: Isomorphism in Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2012, vol. 107, n. 4, 485 ss.

<sup>101</sup> È opportuno precisare come il vocabolo debba essere inteso nella sua accezione giuridica, ovvero quale «messa in opera, da parte di una prassi economica forte, di principii, strumenti, istituti giuridici a carattere universale [...], che si pongono alternativi ai diritti ufficiali degli Stati e che contano soltanto sull'adesione spontanea dei privati e sulla decisione dei casi controversi da parte dei giudici privati», v. P. GROSSI, *La cultura del civilista italiano. Un profilo storico*, Giuffrè, Milano, 2002, 162.

<sup>102</sup> Circa la metodologia che consente di individuare eventuali convergenze e, in particolare, di comprendere se dette convergenze siano realmente desiderabili, v. A. OGUS, *Competition between National Legal Systems: a Contribution of Economic Analysis to Comparative Law*, in *Int'l Comp. Law Q.*, 1999, vol. 48, n. 2: «[t]hree main tasks can be identified for comparative law. The first is to investigate differences between legal systems and, in particular, to distinguish between “real” differences, where the outcomes of the application of principles diverge between legal systems, and “superficial” differences, where similar outcomes are masked by the conceptual structures of the relevant systems. The second is to trace developments in relationships between legal systems and thus to explore tendencies of convergence or divergence (in terms of “real” differences), noting that in some areas convergence may be required under international legal instruments. The their task is

comporteranno una profonda conoscenza dei problemi globali, costituiranno quindi la “terza generazione” della *Corporate Social Responsibility* (CSR)<sup>103</sup>. A differenza della prima generazione, che si focalizza sul comportamento all’interno della società, e della seconda, che colloca la responsabilità in capo ai gruppi direttamente connessi con la società; la terza ritiene le responsabilità siano connesse al più ampio ambiente societario, facendo convergere gli *standard* di comunicazione delle società e, al contempo, manifestando preoccupazione primaria rispetto a profitti e comportamenti obbligatori per legge. Sebbene almeno tre quarti delle società compiano ora almeno un riferimento all’etica di “terza generazione”<sup>104</sup>, solo le società con sede nell’Unione Europea dimostrano un grado significativo di coscienza globale e riflessività rispetto al loro contenuto.

I profili di responsabilità, cui si è accennato in relazione ai Codici etici, trovano invero eco maggiore nei Codici di Autodisciplina. Assunto come banco di prova (e “fonte di ispirazione per i legislatori nazionali”<sup>105</sup>), il governo societario è infatti fortemente legato ai doveri ed alle responsabilità del Consiglio di amministrazione di una società nella gestione della società, come pure al rapporto con gli azionisti della società<sup>106</sup>. Tuttavia, negli ultimi anni, ha destato preoccupazione il modo in cui alcune società sono state gestite, non avendo riguardo particolare per gli interessi degli azionisti. La teoria “*principal-agent*”, in particolare, richiama l’attenzione sul fatto che gli “*agents*” perseguano interessi propri, spesso a discapito della creazione di valore per gli azionisti<sup>107</sup>. Tale preoccupazione ha così condotto all’elaborazione di una serie di relazioni (incoraggiate da parte di autorità finanziarie e di governo) nell’ambito societario<sup>108</sup> – in Inghilterra<sup>109</sup>, *Cadbury Committee Report*, 1992<sup>110</sup>, *Greenbury Committee Report*, 1995<sup>111</sup>, *Hampel Report*,

---

to explain and to evaluate such developments: why do systems converge or diverge? Is convergence desirable or undesirable?», a 405.

<sup>103</sup> Sul tema, T.M. DEVINNEY, J. SCHWALBACH, C.A. WILLIAMS, *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: Comparative Perspectives*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2013, vol. 21, n. 5, 413 ss. e, in relazione ai codici di autodisciplina, provano come la CSR abbia trovato spazio in essi con modalità, effetti e prospettive differenti, v. A. KLETTNER, *Corporate Governance Regulation. The Changing Roles and Responsibilities of Boards of Directors*, cit., 114 ss. e D.G. SZABÓ, K.E. SØRENSEN, *Integrating Corporate Social Responsibility in Corporate Governance Codes in the EU*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2013, vol. 24, n. 6, 781 ss.; *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-28*, giugno 2013. Questi ultimi rilevano come la strada da percorrere per lo sviluppo delle relazioni tra CSR e *corporate governance* non sia chiara. Allo stato attuale delle cose, la regolazione corrente della CSR nei codici non pare ottimale, dato che i concetti dovrebbero essere precisati con cura maggiore e le raccomandazioni sul punto dovrebbero essere più precise e dettagliate, onde facilitare la *disclosure* ed evitare che divenga un mero *box-ticking exercise*.

<sup>104</sup> C. STOHL, M. STOHL, L. POPOVA, *A New Generation of Corporate Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2009, vol. 90, n. 4, 607 ss. Per una disamina empirica della loro effettività si rinvia a J.B. SINGH, *Determinants of the Effectiveness of Corporate Codes of Ethics: An Empirical Study*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 101, n. 3, 385 ss.

<sup>105</sup> R. LENER, *Il ruolo della corporate governance nell’economia globale*, in *Banca impresa società*, 2017, 3 ss., 11.

<sup>106</sup> «[S]i è progressivamente affermata la convinzione che l’analisi di questioni attinenti all’etica degli affari, sviluppata secondo l’approccio proprio della *stakeholder theory*, sia particolarmente indicata per andare al cuore dei problemi di gestione di imprese appartenenti a una rete», così G. BOSI, *op. cit.*, 93 s.

<sup>107</sup> M.C. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, i in *J. Fin. Econ.*, 1976, vol. 3, 305 ss. Per le peculiarità che le realtà geografiche differenti, nonché i molteplici *background* storici, culturali ed economici, attribuiscono al concetto, v. J. DEGUEST, *Cross-Country Comparison of the Evolution of Corporate Governance from a Shareholder to a Stakeholder Perspective*, 13 agosto 2014.

<sup>108</sup> J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. loc. cit.*

<sup>109</sup> Preme rinviare, tanto al fine di compiere una ricostruzione attenta dei singoli passaggi quanto di evitare

1998<sup>112</sup>, *Turnbull Report*, 1999<sup>113</sup>, *Smith Report*, 2003<sup>114</sup>, *Higgs Report*, 2003<sup>115</sup>, *Walker Review* (2009), *ISCA (Institute of Chartered Secretaries and Administrators) Guidance on Board Effectiveness* (2011)<sup>116,117</sup> in Francia, *Viénot Report* (1995); in Sud Africa, *King-I* (1994) e *King-II* (2002); nei Paesi Bassi, *Peters*

---

erronee ricostruzioni, a L.F. SPIRA, J. SLINN, *The Cadbury Committee: A History*, Oxford University Press, Oxford, settembre 2013 e C. JORDAN, *Cadbury Twenty Years On. (1992 'Financial Aspects of Corporate Governance' report) (United Kingdom, European Union)*, in *Villanova Law Rev.*, 2013, vol. 58, n. 1, 1 ss. Quanto all'evoluzione societaria nell'intero Paese, v. C.A. MALLIN, *Corporate Governance Developments in the UK*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 3 ss. e 28; quindi, con un particolare focus rispetto al Codice di Autodisciplina, v. B. HANNIGAN, *Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2015, 107 ss.; D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 2015 («[t]he Cadbury Committee's legacy clearly was substantial. After all, the U.K. Corporate Governance Code, the successor document to the Cadbury Code of Best Practice – albeit much enlarged – is currently the departure point for understanding corporate governance in Britain. Nevertheless, there was more going on with the rise of corporate governance in the U.K. than Cadbury», a 31, e nota 142, ove l'A. rinvia alla precisazione secondo cui, mentre nel Codice del 1992, l'espressione era riportata solamente in 19 disposizioni, nel Codice del 2012, essa era ripetuta in 18 “Main Principles”, 25 “Supporting Principles” e 52 disposizioni, v. A. CHAMBERS, *Chambers' Corporate Governance Handbook*, Bloomsbury, Londra, 2014, 487) e J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., a 118 e 121.

<sup>110</sup> CADBURY COMMITTEE REPORT, *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee Publishing, Londra, 1992. Il *Cadbury Report* ha sicuramente condotto ad una primissima stesura, ad un prototipo per tutte le esperienze successive. L'espressione si rinviene in R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, in *Eur. Company & Fin. Law Rev.*, 2017, vol. 14, n. 3, 437, il quale ritiene detto codice l'espressione della “prima generazione” del *comply or explain*, l'emblema di una prima relevantissima transizione: “*from a Common-Pool Problem to a Common-Pool Interest*”. La redazione dell'*Hempel Report* ha poi prodotto il *Combined Code*, nel 1998. Cinque anni più tardi, a seguito di profonda rivisitazione, detto documento è divenuto applicabile, a partire dal 1 novembre 2003, a tutte le società quotate per gli anni di riferimento. Cfr. anche S. WEN, *Shareholder Primacy and Corporate Governance: Legal Aspects, Practices and Future Directions*, Routledge, Londra, 2013, 127 s. e M. COLOMBERA, *Le regole di corporate governance nel Regno Unito: il Cadbury Committee e il Greenbury Committee*, in *Riv. soc.*, 1996, 440 ss.

<sup>111</sup> GREENBURY COMMITTEE REPORT, *Report on Directors Remuneration*, Gee Publishing, Londra, 1995. In argomento, nella dottrina italiana, M. COLOMBERA, *op. cit.*

<sup>112</sup> R. HEMPEL, *Committee on Corporate Governance Final Report*, Gee Publishing, Londra, 1998. A commento, J.W. BARNARD, *The Hempel Committee: A Transatlantic Critique*, in *Corporate Lawyer*, 1998, vol. 19, 111, il quale sottolinea l'“appealing character” con cui i problemi di *governance* sono stati risolti, metodologicamente avvalendosi di una regolamentazione c.d. *principles-based*: «business prosperity cannot be commanded. People, teamwork, leadership, enterprise, experience and skills are what really produce prosperity. There is no single formula to weld these together, and it is dangerous to encourage the belief that rules and regulations about structure will deliver success» (*Good Practice Suggestions from The Higgs Report*, 2003, 7).

<sup>113</sup> TURNBULL REPORT, *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londra, 1999.

<sup>114</sup> SMITH REPORT, *Audit Committees Combined Code Guidance*, Financial Report Council Ltd, Londra, 2003.

<sup>115</sup> HIGGS REPORT, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, Department of Trade and Industry, HMSO, Londra, 2003. V. anche S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *op. cit.*, 322 e J. PLENDER, *Cutting through the compromise*, in *Financial Times*, 17 marzo 2003.

<sup>116</sup> D.F. LARCKER, *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*, FT Press, Upper Saddle River, NJ, 2015, 33 s.

<sup>117</sup> Cfr. J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. cit.*, 204 ss.; L. TALBOT, *Progressive corporate governance for the 21st century*, Routledge, Abingdon, Oxon, UK-New York, 2013, 145 ss., 153 ss.; N. BOURNE, *Bourne on Company Law*, Routledge, Abingdon, Oxon; New York, NY, 2013, 207-220; ID., *Corporate Governance in the UK and Overseas*, in *Bus. Law Rev.*, 2007, 292 e A. MASSA, *Globalizzazione e modelli di corporate governance in Europa, tra competizione e convergenza*, in *Storia pol. soc.*, 2004, 116.

Report (1997); in Belgio, *Cardon Report* (1998), in Italia, *Codice Preda* o *Codice di Autodisciplina* (1999)<sup>118</sup> – e alla conseguente introduzione di Codici di buon governo, le cui linee essenziali sono state riprese nelle *listing rules* di ciascun Paese. Anche alla luce delle notazioni di seguito compiute, pare utile premettere come, sin dalle origini, gli investitori istituzionali – universo rappresentato dall'*asset management*, banche e assicurazioni, *private equity* e *venture capital*, fondi sovrani<sup>119</sup>, espressione di una realtà variegata dagli interessi fortemente eterogenei<sup>120</sup> – abbiano assunto un ruolo di primo piano nella stesura dei Codici e, in particolare, abbiano espresso le proprie considerazioni per mezzo dell'*Institutional Shareholders' Committee* (1991, 1993), dell'*Association of British Insurers* (1990, 1999) e sinanco della dottrina<sup>121</sup>.

I Codici di Autodisciplina, definiti come un insieme non vincolante<sup>122</sup> di principi<sup>123</sup>, *standards* o *best practices*<sup>124</sup>, realmente condivisi<sup>125</sup>, formulati da un organismo collettivo e relativi alla

<sup>118</sup> È questa la “seconda generazione” del *comply or explain* (sempre secondo R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, cit., a 439), che realizza una ulteriore transizione: “*From Pure Self-Regulation to Authoritatively Regulated Self-Regulation*”.

<sup>119</sup> P. MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, in *Principio capitalistico. Quo vadis? Atti del convegno di studi in onore di Gian Franco Campobasso*, tenutosi a Pescara nel giugno 2015, 2016, 63 ss., 68, ove l’A. compie interessanti osservazioni, riferendo – anche in ottica diacronica – di dati tratti dal *Rapporto Consob* e dall’*Osservatorio sull’eccellenza dei sistemi di governo in Italia*, quest’ultimo predisposto da un gruppo di lavoro promosso da Ambrosetti.

<sup>120</sup> M. STELLA RICHTER jr, cit., 7.

<sup>121</sup> Per molti, K. GAY, *A Boardroom Revolution? The Impact of the Cadbury Nexus on the Work of Non-Executive Directors of FTSE-350 Companies*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2001, vol. 9, n. 3, 152 ss.

<sup>122</sup> Esso non è infatti riconducibile «nell’alveo del cd. “diritto convenzionale”, ossia di quell’insieme di regole che le parti possono darsi per disciplinare i propri interessi o alle quali possono aderire *volontariamente* in un momento successivo alla loro stipulazione ed il cui valore *vincolante* si fa risalire all’autonomia negoziale riconosciuta dal legislatore ai privati; “diritto convenzionale” che pure caratterizza talune esperienze di autodisciplina», in particolare quella pubblicitaria, M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, cit., 146 e nota 17 (corsivo aggiunto). Sulla autodisciplina pubblicitaria, per tutti, V. DI CATALDO, *L’esperienza italiana dell’autodisciplina pubblicitaria*, in *Studi dedicati a Mario Libertini*, tomo II, *Concorrenza e mercati*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, Giuffrè, Milano, 2015, 827 ss. La questione può trovare riflesso anche nella discussione che precisa la differenza tra “comandi” e “consigli”, v. C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 171 ss., a 182 s. e relativa notazione bibliografica, spec. nota 29.

<sup>123</sup> Per una disamina della qualificazione legale dei principi di autodisciplina, v. J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 82 s. Essi, a ben vedere, pur non essendo parte della “legislazione” vera e propria, hanno comunque un determinato “peso legale” (“*algemene gelding*”, R.C.J. GALLE, *Ondernemen en ethiek*, Boom Jurisiche uitgevers, Den Haag, 2000, 51) e condividono la medesima origine civile dei codici di comportamento, rispetto ai quali presentano marcate affinità (H.H. VOOGSGEERD, *Corporate governance codes: Market- of Rechtsarrangement?*, Kluwer, Deventer, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen, 2006, 10). Ed è il medesimo autore appena citato a proporre di descriverli come “code+”, come uno strumento ulteriormente suddivisibile in cinque categorie (J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 88 ss. e figura 3.2.2a; 111).

<sup>124</sup> A livello lessicale, essi sono stati definiti come «a non-binding set of principles, standards or best practices, issued by a collective body and relating to the internal governance of corporations», WEIL, GOTSHAL AND MANGES LLP, *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice*, New York, 2003.

<sup>125</sup> «To be effective, corporate governance principles must be part of the culture of an organization», S.M. MINTZ, *Corporate Governance in an International Context: Legal Systems, Financing Patterns and Cultural Variables*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 5, 584.

*governance* interna delle imprese,<sup>126</sup> costituiscono, per un verso, il prodotto di una regolazione riflessiva, che si realizza in una prospettiva autopoietica, mediante la quale un sistema viene regolato tramite la propria autoregolazione<sup>127</sup>, preordinata ad evolvere<sup>128</sup>; per altro verso, la più raffinata forma di *soft law*<sup>129</sup>, che ha acquisito una crescente importanza negli ultimi due decenni<sup>130</sup>, con l'obiettivo di creare *standard* uniformi di buon governo in base alla autoregolamentazione<sup>131</sup>, anche in ragione dei fallimenti di mercato e della (incrementata) consapevolezza degli investitori<sup>132</sup>.

Definire il concetto di *best practice*, funzionale tanto alla comprensione del principio di *comply or explain*, che ad esso è relato, quanto alla valutazione dell'opportunità di ritenere tale il meccanismo del voto di lista, è operazione sicuramente rilevante. Nonostante l'assenza di tentativi dottrinali volti a caratterizzare e circoscrivere la nozione sul piano concettuale, taluni elementi sono rinvenibili in varie letture che dei Codici sono state compiute. Seppur nella consapevolezza che ogni società presenta diverse prassi, procedure e *policies*, la decisione di raccomandare una determinata prassi societaria quale *best practice*, annoverandola nel Codice di autodisciplina, implica attribuire alla medesima un rilievo generale, nella certezza che essa possa appartenere al *corpus* di "commonalities that are overreaching amongst all companies"<sup>133</sup>. I Codici fissano dunque *standards* di *good practice* (espressione talora utilizzata quale sinonimo della prima, come pure di *good practice recommendations*) in relazione a vari argomenti, quali espressione di una *governance* riflessiva, finalizzati a prevenire potenziali patologie e crisi che minano la fiducia nel governo societario e che quindi conferiscono alle società adottanti un grado adeguato di credibilità e legittimità<sup>134</sup>.

Tali *best practices* debbono tuttavia passare attraverso una continua identificazione, una periodica revisione, un crescente perfezionamento, una rivisitazione e ridefinizione di interessi e azioni

---

<sup>126</sup> R.V. AGUILERA, A. CAZURRA-CUERVO, *Codes of Good Governance Worldwide: what is the Trigger?*, in *Organ. Studies*, 2004, vol. 25, 415 ss., 419 s.

<sup>127</sup> A. FEBBRAIO, C. PENNISI, *Introduzione*, in G. TEUBNER, *Il diritto come sistema autopoietico*, Giuffrè, Milano, 1996, XVI. Cfr. S. DEAKIN, *Reflexive Governance and European Company Law*, in *Eur. Law J.*, 2009, vol. 15, n. 2, 224 ss. and G. BOSI, *op. cit.*, 150 ss.

<sup>128</sup> D. SEIDL, *Regulating Organizations through Codes of Corporate Governance*, *cit.*; ed E. WYMEERSCH, *The Corporate Governance "Codes of Conduct" between State and Private Law*, *Financial Law Institute, Working Paper n. 7*, 2007, a 13.

<sup>129</sup> S. KARLSSON-VINKHUYZEN, A. VIHMA, *Comparing the legitimacy and effectiveness of global hard and soft law: an analytical framework*, in *Reg. & Gov.*, 2009, n. 3, 400 ss.; S. THOMSEN, *The Hidden Meaning of Codes: Corporate Governance and Investor Rent Seeking*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev. Rev.*, 2006, vol. 7, n. 4, 845 ss. e E. WYMEERSCH, *The Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *J. Corp. Law St.*, 2005, vol. 6, n. 1, 113 ss.

<sup>130</sup> A. ZATTONI, F. CUOMO, *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2008, vol. 16, n. 1, 1 ss.; R.V. AGUILERA, A. CUERVO-CAZURRA, *Codes of Good Governance*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2009, vol. 17, n. 3, 376 ss.

<sup>131</sup> Nella dottrina, R.B.H. HOOGHIEMSTRA, H. VAN EES, *op. cit.* e, nella dottrina italiana, P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1068 ss.: «il processo di uniformazione è costante: là dove non opera il legislatore sovranazionale un ruolo significativo assolvono i Codici di *Corporate governance* adottati in via di autodisciplina»

<sup>132</sup> F.J.L. ITURRIAGA, *Codes of Good Governance Around the World*, Nova Science, New York, 2009.

<sup>133</sup> N. HASKOVEC, *Codes of Corporate Governance. A Review*, 2012, consultabile all'indirizzo [web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes of Corporate Governance\\_Yale\\_053112.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes_of_Corporate_Governance_Yale_053112.pdf), 8.

<sup>134</sup> J. VELDMAN, H. WILLMOTT, *The cultural grammar of governance: The UK Code of Corporate Governance, reflexivity, and the limits of 'soft' regulation*, in *Human Relations*, 2016, vol. 69, n. 3, 583 ss.

attraverso processi attenti, una (re)interpretazione, tra l'altro, delle condizioni di *governance*, della dinamica delle sue pratiche e implicazioni, così da ridurre al minimo i futuri fallimenti del governo societario.

Le *best practices* costituiscono inoltre una forma di incoraggiamento alla sperimentazione e allo sviluppo di nuovi approcci, anche grazie all'assenza di rigidità formali, volti a rafforzare *accountability* e *transparency*, minimizzando i conflitti di interessi, allineando i vari incentivi<sup>135</sup>. Non solo: a seguito di una attenta valutazione della prassi e degli aggiornamenti più recenti della normativa, il Comitato per la *Corporate Governance* ne valuta l'inserimento nella fase di aggiornamento periodica del Codice.

Esse debbono essere analizzate tenendo a mente molteplici questioni<sup>136</sup>, non rappresentando una «panacea: unit[e] però a regole più efficaci di prevenzione e sanzione dell'agire in conflitto di interessi, dell'abuso di *corporate opportunities*, dell'*insider trading* da parte degli amministratori; inserit[e] in una disciplina più stringente della trasparenza contabile [...] possono costituire un utile strumento per ricondurre la gestione della *public company* alle regole della correttezza, *che l'etica prima che il diritto pose alla base stessa del capitalismo*»<sup>137</sup>.

L'effetto che le stesse producono è sicuramente un incremento all'accesso ai finanziamenti esterni, una diminuzione del costo del capitale, una migliore *performance* operativa, *company valuation*, *company reputation* ed una riduzione del rischio di crisi e scandali societari<sup>138</sup>.

Alti livelli di *compliance*, però, possono condurre anche a considerazioni differenti da quelle cui, *prima facie*, potremmo giungere. Anzitutto, nei Paesi in cui la *compliance* è obbligatoria, le società che formalmente aderiscono a tali Codici non sempre ne condividono davvero i principi e risultano conformi rispetto al codice nei fatti, quindi una positiva correlazione tra conformità obbligatoria e prestazioni deve essere valutata con estrema cautela. Inoltre, superato un determinato livello, l'impatto del Codice di Autodisciplina rispetto alla *performance* economica è negativo: di qui, la non linearità del rapporto tra conformità obbligatoria e prestazioni. Infine, le autorità di regolamentazione ed i responsabili politici sono chiamati a riflettere sul fatto che le società con alti livelli di *compliance* appaiano meno redditizie: i requisiti del Codice di Autodisciplina sono, dunque, in conflitto rispetto ad una ottimale (e soprattutto unica) struttura di gestione delle imprese che aumentino il costo di *compliance* ad un livello tale da non esercitare un impatto positivo sulla redditività. È questa una riflessione che induce, in ultima istanza, a suggerire una revisione degli esistenti approcci verso il governo societario ed il principio “*one size fits all*”<sup>139</sup>.

---

<sup>135</sup> WEIL, GOTSHAL AND MANGES LLP, *Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States*, gennaio 2012, consultabile all'indirizzo [www.weil.com/les/Publication/06cdf884-89df-4459-bb10-e08ab65e6172/Presentation/PublicationAttachment/9e00e0d8-4ca0-4c1d-9ccd-f6800b5066cd/Corp\\_Gov\\_Guidelines\\_Codes\\_Best\\_Practice\\_Jan2012.PDF](http://www.weil.com/les/Publication/06cdf884-89df-4459-bb10-e08ab65e6172/Presentation/PublicationAttachment/9e00e0d8-4ca0-4c1d-9ccd-f6800b5066cd/Corp_Gov_Guidelines_Codes_Best_Practice_Jan2012.PDF), 9 e 11.

<sup>136</sup> M. ARIFF, J. RATNATUNGA, *Do Accounting and Finance Tools Serve Governance?*, in *Int'l. J. Econ. Mgmt.*, 2008, vol. 2, n. 1, 1 ss.; D.F. LARCKER, S.A. RICHARDSON, A.I. TUNA, *How Important is Corporate Governance?*, maggio 2005, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=595821](http://ssrn.com/abstract=595821) (v. note 1-2).

<sup>137</sup> P. MONTALENTI, *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione, cit.*, 839.

<sup>138</sup> IFC-ECODA, *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*, 2015, 10.

<sup>139</sup> Cfr. R.S. STEEL, *Proxy Access and Optimal Standardization in Corporate Governance: an Empirical Analysis*, presentato in occasione del convegno *12th Annual Conference on Empirical Legal Studies*, tenutosi presso l'Università Cornell il 13 ottobre 2017; in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2017, vol. 23, n. 1, 173 ss., disponibile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2994446](http://ssrn.com/abstract=2994446). («According to a chorus of scholars, lawmakers, and practitioners,

Nell'attuale scenario del diritto societario nazionale, europeo, globale, la relazione tra principi *legal* e *non-legal* ricopre dunque una posizione di primo piano, sebbene le due sfere si connettano in una relazione dinamica, laddove il primo aspetto influenza in modo significativo il secondo. Sebbene i meccanismi tradizionali circa l'adozione di norme specifiche e di tecniche giuridiche per un efficace *enforcement*<sup>140</sup> continuino a ricoprire un ruolo primario, le più recenti teorie di *corporate governance* mirano ad individuare efficaci (sebbene alternativi) meccanismi di protezione degli azionisti, generando così un efficace sistema di *checks and balances*. Il diritto societario sta infatti assumendo una connotazione maggiormente flessibile, sempre più aperta, una sfumatura che, se esercitata entro determinati limiti, appare persino più potente e globale<sup>141</sup> rispetto all'applicazione di *mandatory rules*<sup>142</sup>.

---

regulators should not impose standardized corporate governance structures on firms because “one size does not fit all.” Just as differences in waistlines imply differences in optimal belt sizes, so too do differences in firm characteristics imply differences in optimal corporate governance structures. For decades, this one-size-does-not-fit-all critique has featured prominently in corporate law debates both in the United States and abroad, undergirding criticisms of universal proxy access, dual-class-share bans, mandatory board structures, and a host of other proposed and adopted rules. Moreover, commentators have leveraged the critique to denounce proxy advisers for offering relatively uniform governance recommendations and, more generally, to question various private efforts to effect corporate governance reforms. Indeed, the one-size-does-not-fit all argument underlies currently pending legislation that would drastically transform the regulatory framework governing proxy advisers—and, for better or for worse, significantly impact the private ordering of corporate governance. The one-size-fits-all issue has been particularly important to the debate surrounding so called “proxy access.”», a 175 s.); Y.B. TARIQ, A. ZAHEER, *Compliance and Multidimensional Firm Performance: Evaluating the Efficacy of Rule-Based Code of Corporate Governance*, in *Economic Modelling*, 2013, vol. 35, 565 ss.; M. NEDELICHEV, *Good practices in corporate governance: One-size-fits-all vs. comply-or-explain*, in *Int'l J. Bus. Admin.*, 2013, vol. 4, n. 6, 75 ss., ove l'A. conclude in tal senso: «[...] state policy determines the good practices. Moreover, [...] there is a small freedom of action for companies to attract investors»; M. DAVIES, B. SCHLITZER, *The impracticality of an international “one size fits all” corporate governance code of best practice*, in *Managerial Auditing J.*, 2008, vol. 23, n. 6, 532 ss. Nello stesso senso, S. STERN, *One size governance rules do not fit all*, in *Financial Times*, 2015, il quale sottolinea come il *comply or explain* «in theory, should offer boards room to tell their own story. But companies that are neither vast nor systemically important might be granted the freedom to operate without having a hefty rule book thrown at them».

<sup>140</sup> R.P. AUSTIN, *op. loc. cit.*

<sup>141</sup> E, a tal fine, l'autodisciplina rappresenta l'espressione migliore della «changing face of legal regulation in globally integrated market places», v. P. ZUMBANSEN, *New Governance in European Corporate Law: Regulations in Transnational Legal Pluralism*, in *Eur. Law J.*, 2009, vol. 15, n. 2, 246 ss., 254.

<sup>142</sup> Sul punto sia consentito rinviare al titolo di un noto saggio in materia, J.C. COFFEE jr, *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, in *Columbia Law Rev.*, 1989, vol. 89, n. 7, 1618 ss., ed alle considerazioni di B.S. BLACK, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 1990, vol. 84, n. 2, ove l'A. individua quattro ragioni che potrebbero condurre a definire “trivial” l'applicazione forzata di talune disposizioni: «[f]irst, some mandatory rules would be universally adopted anyway, assuming people thought about them. I will call such rules “market mimicking.” They are mandatory, but the mandate has no bite. Second, some rules can be avoided by advance planning, which includes choice of capital structure and state of incorporation. Because planning takes time, the broader the time frame, the more avoidable many rules look. Third, as times and circumstances change, some rules that used to be irrelevant or market mimicking may matter, but precisely because these rules now matter, they will soon be changed. The political forces that led to the trivialization of corporate law will see to that. These “changeable” rules matter in the short run, but they are trivial when viewed from the longer term perspective of this Article. Finally, some mandatory rules are simply unimportant – they cover situations that occur so rarely, or matter so little, that political pressure to change the rule has never developed. We can't prove that all state corporate rules are trivial in one of these four ways, but many are demonstrably trivial, and even if nontrivial rules exist, proving that they exist is hard. To show that a rule is nontrivial, we must show that it is not market mimicking, avoidable, changeable, or unimportant. Each of these disproofs is hard. Together, they will often be

I sempre più assidui riferimenti alla *soft law*, insieme di “*normative provisions contained in non-binding texts*” dalle caratteristiche variabili e negoziabili<sup>143</sup> – che a propria volta include una vasta gamma di strumenti (dalle *soft rules* presenti nei trattati alle risoluzioni non vincolanti o volontarie, dalle raccomandazioni ai Codici di condotta agli *standard*)– hanno ormai indotto nuovi attori coinvolti nei processi di informale legislazione internazionale, con diversi gradi di autorità, ad adottarla, anche in ragione delle sue diverse funzioni, tra le quali interpretazione e adeguamento delle norme di legge (*hard law*)<sup>144</sup>. Tale approccio, privo di forza vincolante, ma al contempo dotato di un potenziale effetto pratico rilevante<sup>145</sup>, costituisce uno spunto interessante in ogni sfera del diritto, anche alla luce del loro potenziale effetto armonizzante<sup>146</sup>, con toni persino crescenti. Il dibattito tra *soft law* e *hard law* è risultato molto proficuo: per un verso, le misure di *soft law* hanno trovato l'appoggio di numerosi difensori, i quali hanno sostenuto come esse, mezzi indiretti di regolamentazione, offrano maggiore flessibilità<sup>147</sup> e “*increased sophistication*”; per altro

---

impossible. Thus, it is no small matter to disprove even the extreme hypothesis that all of state corporate law is trivial».

<sup>143</sup> D. SHELTON, *Commitment and Compliance: the Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford University Press, Oxford-New York, 2000, 292.

<sup>144</sup> In altre parole, «[s]oftness has even found its way into legal institutions and international organizations, endowing them with soft responsibility and soft instruments of monitoring and enforcement. In light of these comments and despite its critics, soft law is here to stay», così T. FAJARDO, *Soft Law*, in *Oxford Bibliographies*, Oxford University Press, Oxford, 30 gennaio 2014. Cfr. anche E. MOSTACCI, *op. cit.*, 172. Non solo: la forza della *soft information* pare assumere un ruolo sempre maggiore, in quanto capace soprattutto di evitare fenomeni di rappresentazione non corretta, poiché veicolata unitamente alla *hard information* (J. BERTOMEU, I. MARINOVIC, *A Theory of Hard and Soft Information*, in *Acct. Rev.*, 2016, vol. 91, n. 1, 1 ss.).

<sup>145</sup> F. SNYDER, *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in *Sociologia del Diritto*, 1993, vol. 20, n. 1, 79 ss., 80.

<sup>146</sup> Cfr. A. DI ROBILANT, *Generalogies of Soft Law*, in AA.Vv., *Soft Law*, a cura di P. Wahlgren, Scandinavian studies in law, Stockholm Institute for Scandinavian Law, Stoccolma, 2013, 222 ss.; AA.VV., *Hard Choices, Soft Law: Voluntary Standards in Global Trade, Environment and Social Governance*, Ashgate, Aldershot, Hants-Burlington, VT, 2004; nel diritto tributario, C.E. MCLURE jr, *Legislative, judicial, soft law, and cooperative approaches to harmonizing corporate income taxes in the US and the EU*, in *Columbia J. European Law*, 2008, vol. 14, n. 5, 377 ss.; nel diritto societario, invece, A. GALANDER, P. WALGENBACH, K. ROST, *A social norm perspective on corporate governance soft law*, in *Corp. Gov.*, 2015, vol. 15, n. 1, 31; B.E. OLSEN, K.E. SORENSEN, *Strengthening the Enforcement of CSR Guidelines: Finding a New Balance Between Hard Law and Soft Law*, in *Legal Issues of Economic Integration*, febbraio 2014, vol. 41, n. 1, 9; M. LUTTER, *Die Auslegung angeleglichen Rechts*, in *Juristen Zeitung*, 1992, 593 ss.; R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nell'Unione Europea*, in *Contratto e impresa. Europa*, 1996, 487 ss. e, sinanco, nell'ambito dell'autodisciplina, U. BERNITZ, *Commercial Norms and Soft Law*, in AA.Vv., *Soft Law, Scandinavian studies in law*, a cura di P. Wahlgren, Stockholm Institute for Scandinavian Law, Stoccolma, 2013, 29 ss., spec. 34 ss.; P. BÖCKLI, *Harte Stellen im Soft Law: zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, in *Der Schweizer Treuhänder. Monatschrift für Wirtschaftsprüfung, Rechnungswesen, Unternehmens- und Steuerberatung, offizielles Organ der Treuhänder-Kammer*, 2002, vol. 76, n. 11, 981 ss. e P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in AA.Vv., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marbetti*, a cura di L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2010, 437 ss., successivamente ripreso in P. MONTALENTI, *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.Vv. *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Giuffrè, Milano, 2014, 13 ss.

<sup>147</sup> «L'inettitudine della legge alla innovazione giuridica deriva da due caratteri dell'economia contemporanea, la quale è, anzitutto, una economia globale, in antitesi con il carattere nazionale dei sistemi legislativi, ed è, in secondo luogo, una economia in continua trasformazione, la quale richiede *flessibilità* degli strumenti di adeguamento del diritto ai mutamenti della realtà, in antitesi con la rigidità delle leggi e degli accordi tra Stati», in F. GALGANO, F. MARRELLA, *Diritto e prassi del commercio internazionale*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, vol. LIV, Cedam, Padova, 2004, 19 (corsivo aggiunto). Il rilievo di tale aspetto risulta *self-explaining* se si volge lo sguardo oltremarica: «[...] the UK governance model remains an efficient and effective

verso, sono state decisamente combattute poiché si ritiene che la *corporate governance* costituisca ambito legittimo per una regolazione marcatamente interventista<sup>148</sup>.

In ogni caso, il potenziale di efficienza di un insieme di regole ed il relativo approccio normativo sono stati tradizionalmente considerati questione di vitale importanza nell'assumere decisioni<sup>149</sup>, vista la costante tensione tra “*soft regulation and government regulation*”<sup>150</sup>.

In materia di *corporate governance*, essa ha già dato origine ad un fertile dibattito accademico. Tra i contributi, utilissimi risultano i tre rilievi che riconoscono le opportunità di introdurre misure di *soft law*<sup>151</sup>: in primo luogo, l'area oggetto di intervento dovrebbe presentare circostanze fattuali problematiche; in secondo luogo, l'applicazione a queste questioni di meccanismi di *hard law* risulterebbe inefficace e molto costosa; in terzo luogo, i metodi di autoregolamentazione rappresenterebbero una soluzione migliore rispetto alla tradizionale regolamentazione “interventista”, attenta alla dinamicità del diritto societario e volta a produrre fenomeni di “isomorfismo mimetico”. Il processo di “omogeneizzazione”, che costringe una unità in una popolazione ad assomigliare ad altre unità che debbono affrontare lo stesso insieme di condizioni ambientali, è correttamente definito isomorfismo<sup>152</sup>, a propria volta scindibile in competitivo o istituzionale<sup>153</sup>. Il primo presuppone una razionalità di sistema che enfatizza la concorrenza, sebbene esso non presenti un quadro del tutto adeguato dello stato delle organizzazioni. Il secondo fornisce invece una visione secondo cui le organizzazioni non solo competono per guadagnare risorse e clienti, ma per potere politico e legittimità istituzionale, per benessere sociale ed economico. Tale processo favorisce un accoglimento del codice basato sul fatto che esso poggia su «regole che riflettono *best practice* riconosciute come efficaci, per tramite di un processo di *peer monitoring*, in quanto da altri operatori economici sperimentate con successo»<sup>154</sup>.

La flessibilità delle misure *soft law*<sup>155</sup> e la loro capacità di assicurare un livello minimo di *compliance* rispetto ad un insieme comune, condiviso, di principi rende infatti tale sistema uno tra i

---

means of meeting the objectives of, and arbitrating between, the many stakeholders in the market. *The combination of legislation, regulation and codes provides a flexible framework for companies and their stakeholders to pursue their objectives and achieve long-term success. Success depends, however, on the spirit with which companies and investors apply the principles and use the flexibility they have*», FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, cit.

<sup>148</sup> Sia consentito rinviare all'ampio dibattito tra *soft law* e *hard law* di cui danno conto R.V. AGUILERA, M. GOYER, L.R. KABBACH-CASTRO, *Regulation and Comparative Corporate Governance*, in *Handbook of Corporate Governance*, a cura di M. Wright et al., Oxford University Press, Oxford, 2013, 22 ss. e, in tema di legittimità, G. SPINDLER, *Verfassungsrechtliche Zulässigkeit einer Gleichstellungsquote im Aufsichtsrat der börsennotierten AG*, cit., a 401.

<sup>149</sup> K. SERGAKIS, *op. loc. cit.*

<sup>150</sup> A. KEAY, *op. cit.*

<sup>151</sup> A. GALANDER, P. WALGENBACH, K. ROST, *op. cit.*, spec. a 34 ss. e, in tempi più lontani, A. OGUS, *Rethinking self-regulation*, in *Oxford J. Legal St.*, 1995, vol. 15, n. 1, 97.

<sup>152</sup> «La tecnica normativa basata su indicazioni non vincolanti è in grado di produrre fenomeni di isomorfismo normativo, tale cioè da favorire un accoglimento del codice basato sul fatto che esso si costituisce di regole riconosciute come legittime e di valore», G. BOSI, *op. cit.*, 167.

<sup>153</sup> Sulla questione, di cui viene dato conto in estrema sintesi per ragioni di necessità: P. DIMAGGIO, W. POWELL, *op. loc. cit.*, teorizzatori della tematica.

<sup>154</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 169 s.

<sup>155</sup> In Italia, per tutti, F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca impresa società*, 2001, 357 e ID., *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati*

mezzi migliori per esprimere le strategie di *corporate governance*, senza dover parimenti patire gli oneri di un sistema di *hard law*. Al contempo, questi risulterebbero estremamente utili al mercato, cui sono strettamente relati: essi sono infatti non solo strumenti ‘*market-shaping*’, ma anche ‘*market-making*’, in quanto è il mercato a valutare *monitoring* ed *enforcement* rispetto ad essi<sup>156</sup>. Parimenti si pone il problema del controllo delle informazioni trasmesse, del costante aggiornamento delle *best practices*, del *monitoring* rispetto all’agire delle società. Infatti, al di là della portata contenutistica delle disposizioni, al di là del valore intrinseco della *disclosure* nella gestione delle società nel nostro secolo, la *compliance* rispetto alla *best practice* è tematica, permeata di etica, di valori intrinsecamente appartenenti all’uomo. Di qui, la conclusione raggiunta da Habermas, secondo il quale soltanto l’agire sinergico, l’operare strategicamente coeso, l’interconnessione ed il dialogo costituiscono il mezzo migliore per realizzare un proficuo dialogo tra organi di vertice e azionisti-investitori<sup>157</sup>.

---

*finanziari: prospettive di riforma*, in AA.VV., *Studi in materia di intermediari non bancari*, *Quaderni di finanza Consob*, n. 36, 1999, 10 s.

<sup>156</sup> Il fatto che le pressioni del mercato costituiscano un meccanismo efficiente verso la *compliance* dipende tuttavia dall’intera struttura della *governance*, così S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *op. cit.*, 332 s. V. anche S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *L’autodisciplina in materia di corporate governance. Un’analisi dell’esperienza italiana*, *Quaderni Giuridici Consob* n. 2, febbraio 2013, 11 e nota 23.

<sup>157</sup> J. HABERMAS, *Morale et communication: conscience morale et activité communicationnelle*, Éd. du Cerf, Parigi, 1986.

*La soluzione migliore per il legislatore odierno potrebbe essere quella di lasciare spazio all'autonomia statutaria ed ai codici di comportamento, affidando la realizzazione di un livello minimo di dialettica intraconsiliare al voto per liste ed all'amministratore di minoranza.*

*Rispetto ai codici di comportamento, la cui importanza come fonte di soft law ai fini dell'ottimizzazione della funzione di governance non può essere in alcun modo sottovalutata, il progetto ha cura di promuoverne l'adesione e di garantirne l'effettività.*

*— Pietro Abbadessa<sup>158</sup>*

### **3. CODICE DI AUTODISCIPLINA.**

Prima di porre mente ai Codici di Autodisciplina delle società quotate – argomento centrale della trattazione rispetto al quale si svilupperanno in modo particolare linee essenziali e strumenti di *enforcement* – esigenze di completezza impongono di compiere pure qualche cenno ai Codici di Autodisciplina delle società non quotate.

#### **3.1. Codici di Autodisciplina delle società non quotate (cenni).**

Come lo stesso *Rapporto sull'autodisciplina* rammenta, “anche a prescindere dalla prospettiva di quotazione sul mercato principale, un attento monitoraggio ha evidenziato lo sviluppo di una sempre crescente sensibilità dinanzi alle migliori prassi del diritto societario per parte delle società non quotate, delle società di minori dimensioni, delle *growth companies* (in particolare, PMI quotate sull'MTA), delle società a controllo familiare”<sup>159</sup>. Le questioni di *governance* in tema di società non quotate presentano invero una altissima potenzialità: incrementare tanto la crescita della produttività quanto la creazione di nuovi posti di lavoro. A dispetto del loro peso e della presenza quantitativamente rilevante nell'economia di tale realtà, lo studio della loro *governance* risulta un'area scarsamente esplorata.

Di più: la posizione assunta dal Rapporto annuale circa la creazione di *appositi* Codici di Autodisciplina per le non quotate auspica un'applicazione meno stringente delle *best practices* rivolte alle quotate, ad esempio diminuendo il novero di previsioni cui applicare il c.d. *comply or explain*, piuttosto che alleggerendo le misure previste (ad esempio, attribuendo le funzioni tradizionalmente di competenza dei comitati ad un amministratore indipendente, non costituendo tali comitati in presenza di un *lead independent director*, prevedendo remunerazioni variabili ovvero non limitando il cumulo degli incarichi che gli amministratori possono assumere) od optare per un nuovo *set* di *standard* applicabili specificamente alle non quotate o a specifici segmenti. Plurimi esempi sono occorsi in Francia (2009) e nel Regno Unito (2010), nonché confluiti in una guida per le imprese europee non quotate da parte dell'EcoDA (*European Confederation of Directors' Associations*) (2010), dando vita ad una consolidata (seppur eterogenea) tradizione.

Per un verso, appare evidente che trasporre acriticamente le disposizioni generali caratterizzanti il contesto delle società quotate a quello delle società non quotate non sia una soluzione percorribile. Varie sono, infatti, le peculiarità strutturali di queste ultime, che lo

<sup>158</sup> P. ABBADESSA, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, cit., 59.

<sup>159</sup> COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, a 14-21 e nota 14, già in COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, in particolare a 10 s. e a 4, nota 6.

rendono estremamente difficile: (i) esse sono possedute e controllate da singoli o da coalizioni di società; (ii) i proprietari continuano a giocare un ruolo notevole e diretto nel *management*; (iii) gli interessi dei soggetti non attivamente coinvolti nella gestione debbono essere protetti, ma ciò non deve costituire la prerogativa, l'istanza centrale, della *governance* societaria; (iv) il valore aggiunto in termini di *accountability e trasparenza* che tale comportamento apporta al *business* e all'opinione pubblica non può essere trascurato.

Per altro verso, applicare le disposizioni esistenti anche alle società non quotate, che *de facto* ricoprono un ruolo persino più delicato, per varie ragioni, significherebbe riconoscere che, seppur di dimensioni ridotte, esse possano essere al loro interno articolate e dotate di strutture che permetterebbero alla gestione societaria di trarre benefici dai nuovi approcci e di adeguarsi gradualmente ai requisiti formali ai fini della quotazione.

Tali considerazioni hanno persuaso organizzazioni, tra cui EcoDa, secondo cui innumerevoli sarebbero i vantaggi derivabili da una *governance* fondata su base volontaria. Esigenze di *performance* ed efficienza interna costituiscono un quadro-guida entro cui assumere una serie di decisioni riguardanti processi deliberativi, procedure, attitudini e *leadership*, finalizzati ad elaborare decisioni strategicamente oculate. Tali vantaggi sarebbero anche estendibili alle società familiari, dalla struttura definita e dalle chiare linee di responsabilità: l'adozione delle *best practices* permetterebbe di trattare questioni che risulterebbero sottoposte a divergenti opinioni all'interno del nucleo familiare, di predeterminare i cosiddetti piani di successione e di ricorrere a *non-executives*, così allineandosi al pensiero di Sir Adrian Cadbury, il quale fermamente credeva nell'essenziale importanza di selezionare le persone migliori per il *business*, capaci di sviluppare fiducia e trasparenza nella compagine sociale, così come di definire strutture organizzative logiche ed efficienti.

Primo tra tutti, nel settembre 2005, viene elaborato il *Code Buysse*, documento che contiene le migliori prassi per società non quotate. Dopo aver individuato una serie di raccomandazioni comuni a tutte le non quotate, tra cui l'uso attento di consulenti esterni, la chiara visione societaria, l'attenzione degli amministratori nell'adempimento del controllo, i caratteri consiliari, esso dedica alcune raccomandazioni basilari per una c.d. *sound entrepreneurship* a banche, operatori della finanza, venditori, clienti, personale, *advisor* ed organi governativi. Qualche anno dopo, nel 2009, lo stesso subisce una innovazione marcata, una declinazione dei dieci principi in un orizzonte di lungo periodo.

Nel dicembre 2005, vengono elaborati principi di *governance* anche per le società non quotate in Spagna. Premesse le ragioni di utilità riferite agli stessi, la prima parte del documento è dedicata al Consiglio di amministrazione, in relazione al quale vengono suggeriti caratteri soggettivi ed oggettivi delle adunanze (professionalità, membri, frequenza agli incontri) e degli elementi strutturali (nomina, composizione, funzionamento, compiti, commissioni interne, *management*, Presidente e CEO, ...); la seconda all'assemblea, con un dettaglio in relazione a diritti e procedure; la terza alle realtà familiari, oggetto di attenzione anche del documento allegato, un questionario autovalutativo strutturato secondo il *box-ticking approach*.

Nel gennaio dell'anno successivo detti principi trovano spazio anche in Finlandia, dove l'implementazione era del tutto volontaria, fondata sul principio "*non-compliance, no explanation*", articolati in: capitoli, descrizione generale, quesiti rispetto ai quali riflettere ed eventualmente apportare miglioramenti. Il primo tema affrontato è l'assemblea generale degli azionisti, quindi, il Consiglio di amministrazione, il *Managing Director*, i meccanismi di remunerazione ed i controlli interni, lo statuto e i patti parasociali, le clausole di *redemption and approval*, l'informativa ed i passaggi intergenerazionali nelle società familiari.

Di lì a poco, nel 2008, anche in Olanda e Svizzera – dove la tradizione dei Codici in parola affonda le proprie radici nel 2002 – vengono elaborate *best practices* per società familiari: il *Code G*. Precisati i soggetti coinvolti, il documento è dedicato inizialmente alla *governance* familiare, quindi alla *governance* societaria e pubblica. Si rammenta, in particolare, come “a consuntivo” esso presenti una *checklist* affine alla *self-evaluation* spagnola.

Nel 2012, in Austria, i principi vengono strutturati in tre diversi gradi, L (requisiti legali), C (*comply or explain*), R (raccomandazione meramente volontaria); quello ancora successivo, in Danimarca e Lussemburgo, ove essi trovano declinazione rispetto ai fondi di investimento; infine, nel giugno 2014, anche in Germania ed in Italia.

Con riferimento al nostro Paese, sinora Nedcommunity ha provveduto ad elaborare principi in tema di governo societario (dai requisiti di autorevolezza e competenza consiliari ai compiti definitivi e valutativi dello stesso, dalle caratteristiche dell'organo di controllo alle istanze di pianificazione futura), premettendo ad essi un glossario, una dichiarazione di intenti e di scopo (la realizzazione di una “impresa più duratura e contendibile”), una definizione di *Corporate Governance*, ambito di applicazione e valori fondanti (cultura, etica aziendale, competenza, trasparenza, equo trattamento, *check and balances*, *substance over form*).

In tempi persino più recenti, nel maggio 2017, viene presentata la prima proposta per un Codice di Autodisciplina rivolto alle imprese a controllo familiare, a conferma del peso e dell'operato delle società non quotate nel nostro Paese. Quest'ultimo, più vicino alla struttura del Codice dedicato alle società quotate italiane rispetto a quella dei Codici europei che dello stesso segmento di imprese si occupano, è preceduto da un decalogo e ripartito in principi e criteri applicativi, preferiti al *box-ticking approach* del modello olandese ed ai questionari autovalutativi adottati nella prassi svizzera e spagnola.

*Compliance is the new corporate governance.*  
— Sean J. Griffith<sup>160</sup>

## CAPITOLO SECONDO

SOMMARIO: 1. *Comply or explain*. – 1.1. Codici di autodisciplina e loro rapporto con la disciplina. – 1.1.1. Prospettiva italiana: una autoregolamentazione regolamentata. – 1.1.1.1. Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. – 1.1.1.2. Forme di pubblicità. – 1.1.1.3. Raccomandazione 2014/208/UE e Direttiva 2013/34/UE. – 1.2. Codici di autodisciplina e loro ruolo nell’ambito nazionale. – 1.3. Tecnica normativa. – 1.4. Evoluzione. – 1.4.1. Prospettiva inglese. – 1.5. *Monitoring e compliance*. – 2. *Comply or explain* nel contesto europeo. – 2.1. Normativa europea e autodisciplina. – 2.2. Recenti direttive europee e *comply or explain*. – 2.2.1 Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. – 2.2.2. *Shareholders’ Rights Directive II*. – 2.3. ESMA ed EBA: una *soft law* per le società bancarie? – 2.4. Convergenza (im)possibile? – 2.4.1. Regno Unito: culla dell’autodisciplina. – 2.4.2. Italia: crescente ruolo dell’autodisciplina. – 2.4.3. Germania: autodisciplina circoscritta e contenuta. – 2.4.4. Francia: autodisciplina e doppio controllo. – 2.4.5. Spagna: tra *compliance* e mercato. – 2.4.6. Portogallo: dualità nei Codici, unicità nella *compliance*. – 2.4.7. Paesi Bassi: autodisciplina e *long-termism*. – 2.4.8. Svezia: una rigorosa autodisciplina. – 2.4.9. Grecia: una recentissima autodisciplina. – 3. *Comply or explain* nel contesto internazionale. – 3.1. Stati Uniti. – 3.1.1. *Corporate Governance*. – 3.1.2. Codici di Corporate Governance: ragioni della preferenza per l’*enforcement*. – 3.1.3. Uniformità di principi: un orizzonte possibile? – 3.1.4. *Comply or explain* tra *Dodd-Frank Act* e *Sarbanes-Oxley Act*. – 3.2. Canada. – 3.3. Australia e Nuova Zelanda. – 3.4. Principi OCSE/G20. – 4. Profili peculiari. – 4.1. ... dalla qualità del *comply or explain*. – 4.2. ... agli investitori istituzionali. – 4.2.1. Ragioni dell’interesse. – 4.2.2. Influenza rispetto alle questioni di governance. – 4.2.3. Codici di *Stewardship*. – 4.2.4. Investitori istituzionali, tra *stewardship* e autodisciplina. – 4.2.5. Problemi e prospettive. – 5. Considerazioni conclusive: tra *comply or explain* ed *enforcement*, a tutela di minoranze e investitori istituzionali. – 5.1. Apologia dell’autodisciplina. – 5.2. *Compliance* e motivazione. – 5.3. *Comply or explain*: il caso degli investitori istituzionali. – 5.4. Scommessa sull’autodisciplina.

### 1. *COMPLY OR EXPLAIN*.

Affrontati seppur brevemente i tratti caratterizzanti l’autodisciplina, ci si soffermerà ora sulla prima “questione applicativa”, avente valenza strutturale. Anzitutto verranno precisati i rapporti tra l’autodisciplina e la disciplina codicistica nazionale (*infra*, paragrafo 1), quindi si tratterà più specificamente della modalità, appunto, applicativa del Codice.

I principi del Codice, con le sfumature di seguito esposte in relazione ai differenti contesti nazionali europei (*infra*, paragrafo 2), vengono applicati dalla società sulla base del *comply or explain*: in altri termini, in mancanza di un allineamento rispetto alle *best practices*, le singole società sono tenute a dare ragione delle proprie scelte. Tale metodo viene confrontato con quello che permea invece il diritto societario statunitense, prevalentemente orientato all’*enforcement*, che fa corrispondere alla mancata applicazione di talune regole precise sanzioni determinate *ex ante* (*infra*, paragrafo 3.1).

---

<sup>160</sup> S.J. GRIFFITH, *Corporate Governance in an Era of Compliance*, in *William and Mary Law Rev.*, 2016, vol. 57, 2075 ss.

*Comply and explain* ed *enforcement* verranno quindi delineati prima e confrontati poi, con l'intenzione di trarre dall'esperienza comparata un valido spunto, volto, per quanto possibile, a risolvere le problematiche sorte dall'applicazione del *comply or explain*, nel contesto italiano (*infra*, paragrafo 5).

### **1.1. Codici di Autodisciplina e loro rapporto con la disciplina.**

Preme rammentare che la Direttiva 2006/46/CE<sup>161</sup>, riguardante la redazione del bilancio abbreviato e l'obbligo del controllo legale dei conti, ha condotto alla elaborazione di un vero e proprio *Format*, al fine di predisporre la Relazione sul governo societario per parte delle singole società, recentemente aggiornato<sup>162</sup>, ed ha altresì assegnato analoghi poteri/doveri di *enforcement* alla società di revisione, cui spetta il compito di verificare l'elaborazione della Relazione medesima<sup>163</sup>. In base alle disposizioni citate, tutte le società i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione sono tenute a una dichiarazione di applicazione di un Codice di autodisciplina, contenuta in una sezione specifica e chiaramente identificabile – ovvero in una relazione separata pubblicata unitamente al bilancio, disponibile sul sito *web* della società – oppure a una spiegazione del motivo per cui non viene applicata<sup>164</sup>. Occorre inoltre segnalare come tutti i rimedi di natura pubblicistica in materia di governo societario siano essenzialmente volti ad assicurare la più accurata informativa prevista dalla disciplina tanto nazionale quanto comunitaria, e non i profili di merito legati alla valutazione della qualità informativa<sup>165</sup>.

La direttiva è stata però differentemente implementata dai singoli Stati, così da riflettere l'applicazione del Codice di Autodisciplina secondo modalità diverse.

---

<sup>161</sup> La trattazione verrà ripresa ed ampliata *infra*, 2.1. Normativa Europea e autodisciplina.

<sup>162</sup> Il documento (BORSA ITALIANA, *Format per la redazione della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, 31 gennaio 2018, consultabile all'indirizzo [www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/format2018revised.pdf](http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/format2018revised.pdf)) recepisce tanto le modifiche che il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 ha apportato all'art. 123-*bis*, comma secondo, lett. *d-bis* TUF quanto le principali aree di miglioramento della *governance* e della *compliance* suggerite nella annuale lettera indirizzata ai Presidenti dei Consigli di amministrazione delle società quotate italiane da parte del Presidente del Comitato per la *Corporate Governance* (13 dicembre 2017). In particolare, quanto alla prima questione, la relazione sul governo societario deve prevedere «una descrizione delle politiche in materia di diversità applicate in relazione alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo relativamente ad aspetti quali l'età, la composizione di genere e il percorso formativo e professionale, nonché una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati di tali politiche, [oppure,] [n]el caso in cui nessuna politica sia applicata, la società motiva in maniera chiara e articolata le ragioni di tale scelta»; quanto alla seconda questione, si auspica che le raccomandazioni in merito allo stato di applicazione del Codice «siano portate all'attenzione del consiglio e dei comitati competenti, e che esse siano considerate, anche in sede di autovalutazione, al fine di individuare possibili evoluzioni della *governance* o di colmare eventuali lacune nell'applicazione o nelle spiegazioni fornite, [nonché] che le considerazioni e le eventuali iniziative intraprese in merito siano riportate nella prossima relazione sul governo societario».

<sup>163</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 51. Ai sensi dell'art. 10, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, la società di revisione è ora tenuta ad esprimere un giudizio (secondo modalità affini a quelle richieste per la redazione del giudizio sul bilancio di esercizio e consolidato) sulle informazioni fornite, nonché a verificare che siano state fornite le informazioni di cui all'art. 123-*bis* TUF, comma secondo, lett. *a)*, *c)*, *d)* e *d-bis*).

<sup>164</sup> H. HORAK, N. BODIROGA-VUKOBRAT, *op. loc. cit.*

<sup>165</sup> A livello comparato, rappresentano un'eccezione in tal senso i casi di Spagna e Portogallo.

Di qui la distinzione in “*pure self-regulation*”, adottata in Belgio sino al 2010, meno dettagliata delle norme codicistiche, sebbene alternativa rispetto alla legislazione, non sovrapposta ad essa; *self-regulation “supported by non-statutory norms”* (e.g., Regolamenti di borsa), adottata nel Regno Unito, da cui si deriva come la *compliance* rispetto alle norme non sia interamente volontaria; *self-regulation “facilitated by statutory rules”*, tradizionalmente olandese, che si differenzia dalla modalità precedente per il solo fatto che il codice è supportato dalle (o perlomeno trova fondamento nelle) norme di legge; “*meta-regulation*”, tipicamente tedesca, che prevede una regolamentazione della autodisciplina; e “*pure regulation*”, in quei contesti prevalentemente permeati dalla legislazione nazionale.

### **1.1.1. Prospettiva italiana: una autoregolamentazione regolamentata.**

#### 1.1.1.1. Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari.

Assumendo una prospettiva nazionale, a seguito di tali interventi normativi a livello internazionale, anche i riferimenti all’informativa in materia di adesione al Codice di Autodisciplina sono variati. Le variazioni interessano, *inter alia*, l’art. 123-*bis* TUF e l’art. 124-*ter* TUF<sup>166</sup>. In virtù di quanto emerge dalla lettura combinata tra Codice di Autodisciplina, TUF e Regolamento Emittenti Consob, si è generata una situazione peculiare, ossia un ossimoro quale l’“autoregolamentazione regolata”<sup>167</sup>.

Il Codice stabilisce che ciascun emittente debba pubblicare annualmente la “Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari”, obbligatoria per le società quotate, a prescindere dalla adesione o meno al Codice di Autodisciplina, ove fornire informazioni circa detta adesione delle scelte compiute; circa le ragioni;<sup>168</sup> circa le pratiche di governo societario applicate realmente dalla

---

<sup>166</sup> In argomento, *inter alia*, P. MARCHETTI, *Verso i quarant’anni della Consob*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, IX ss. ed E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 195 ss., a 201 s.

<sup>167</sup> A. NISCO, *False comunicazioni circa l’applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la legge 28 dicembre 2005, n. 262. Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, diretto da F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009, 693.

<sup>168</sup> E proprio dette motivazioni risultano pregne di significato, focalizzandosi su precisi casi: «[a]d esempio, una società, dopo avere comunicato di non aderire al Codice, afferma di essere favorevole al *recepimento graduale* delle sue raccomandazioni, ritenendo tuttavia *prematura la sua integrale adozione*. È da osservare che, in tal caso, la società è soggetta all’obbligo di descrivere le pratiche di governo societario adottate su base volontaria ma non a quello (*ex art. 123 bis TUF*) di motivare puntualmente eventuali scelte difformi dalle raccomandazioni del Codice, cui essa non ha aderito. Alcune società comunicano di avere aderito a edizioni precedenti del Codice e di ritenere adeguato alla propria struttura e caratteristiche il modello di *governance* adottato. La mancata adesione al Codice è generalmente ricondotta alle caratteristiche (in particolare alla dimensione o alla struttura, talvolta alla natura di società cooperativa o all’attività di mera *holding* di partecipazioni) della società e/o alla composizione dell’azionariato. Alcune società di piccole dimensioni hanno comunicato di non aderire più al Codice, dopo molti anni di adesione (totale o parziale). Una di esse ha valutato come non particolarmente significativi i casi di scostamento dalle raccomandazioni del Codice rispetto ai casi di adesione, ritenendo per questo improduttivo lo sforzo di verifica puntuale di tutte le indicazioni del Codice e la spiegazione specifica delle ragioni di non adesione. Un’altra ha valutato sostanzialmente adeguato alla propria struttura ed alle proprie caratteristiche (quali, in particolare, la dimensione e la capitalizzazione) e tale da continuare a garantire, allo stato, la necessaria trasparenza secondo la prassi di mercato nonché un equilibrato ed efficace sistema dei

società, anche al di là degli obblighi previsti da norme legislative o regolamentari; circa informazioni specifiche, ad esempio sulla composizione degli organi. Le società che aderiscono al Codice debbono precisare in modo accurato, conciso, agevolmente comprensibile le modalità di applicazione di ciascuna raccomandazione contenuta nei principi (vincolanti) o criteri applicativi (vincolanti) del codice, non invece nei commenti (non vincolanti), non soggetti al *comply or explain*, ma volti a (i) fornire chiarimenti anche tramite alcuni esempi della portata dei principi e (ii) fornire descrizioni delle (auspiccate) condotte virtuose, in guisa di strumenti funzionali a perseguire gli obiettivi precisati sia nei principi sia nei criteri applicativi<sup>169</sup>. Non solo: in caso di mancata applicazione di una o più raccomandazioni, l'emittente deve fornire adeguata informativa<sup>170</sup>. Se si tratta di raccomandazioni di carattere squisitamente definitorio, è possibile asserire l'operatività del principio *presuntivo* della adesione; se si tratta invece di raccomandazioni contenenti comportamenti opzionali, è possibile *descrivere* i comportamenti osservati.

L'introduzione dell'art. 123-*bis* TUF si deve, inizialmente, al d.lgs. 19 novembre 2007 n. 229 in attuazione della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, ove si richiedeva alle società quotate di inserire nella relazione sulla gestione informazioni sugli assetti proprietari. Successivamente, il d.lgs. 173/2008, in attuazione della Direttiva 2006/46/CE, ha previsto la creazione di un'apposita sezione della relazione sulla gestione specificamente dedicata all'argomento<sup>171</sup>.

#### 1.1.1.2. Forme di pubblicità.

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

Influenze ulteriori sono derivate dal Libro Verde intitolato "Il quadro dell'Unione Europea in materia di diritto societario"<sup>172</sup>, datato 2011, che ha esercitato una influenza notevolissima<sup>173</sup>

---

controlli» (ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 103-104, corsivo aggiunto).

<sup>169</sup> N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, cit., a 197.

<sup>170</sup> Una panoramica sull'applicazione delle principali raccomandazioni, particolarmente di quelle di rilevanza maggiore per il corretto ed efficace funzionamento del Consiglio di amministrazione, è fornita dal rapporto annuale Consob. V., COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 28-29, ove si evidenzia come 199 società italiane con azioni quotate, pari al 90% del totale, rappresentato da 221 quotate al 31 dicembre 2016 (le cui relazioni erano disponibili alla data del 15 luglio 2017), abbiano dichiarato nella loro Relazione annuale di aderire formalmente al Codice di Borsa Italiana. Solo 13 società hanno comunicato esplicitamente di non aderire al (o proseguire nell'adesione del) Codice, perlopiù adducendo motivazioni riconducibili a caratteristiche strutturali e dimensionali.

<sup>171</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 51.

<sup>172</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011)164, 5 aprile 2011.

<sup>173</sup> Il documento ha dato luogo ad un significativo dibattito circa l'opportunità di differenziare le previsioni tra le quotate di grandi dimensioni e le PMI quotate: da un canto, una diversificazione sarebbe auspicabile stante la loro numerosità ed importanza, come pure stante la crescente attenzione che la politica regolamentare italiana rivolge loro (COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 4 e note 3-6), d'altro canto, detta diversificazione è già consentita dal principio del *comply or explain*, che permette sinanco di

proprio nel contesto italiano, in sede di revisione del Codice di Autodisciplina nello stesso anno.

«Finalmente», qualcuno ha detto, “tempo perso”, altri ribadiscono di fronte alla modificazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate, varato il 5 settembre 2011»<sup>174</sup>, che ha il merito di rafforzare tre aspetti essenziali: (i) il Consiglio di amministrazione e la sua composizione; (ii) gli azionisti e gli strumenti che ne incoraggiano un ruolo persino più attivo nel lungo periodo<sup>175</sup>; (iii) il *monitoring* e l’attuazione dei Codici di governo di cui si è detto<sup>176</sup>. Ad esso, l’anno successivo, è seguito anche l’*Action Plan* 2012, che ha innovato il piano d’azione in tema di governo societario<sup>177</sup>.

### 1.1.1.3. Raccomandazione 2014/208/UE e Direttiva 2013/34/UE.

Più di recente, a livello europeo sono state formulate due direttive essenziali, strumentali alla trattazione: tra esse, la Raccomandazione 2014/208/UE sul “*comply or explain*” (9 aprile 2014)<sup>178</sup> e la Direttiva 2013/34/UE<sup>179</sup> hanno significativamente inciso il Codice di Autodisciplina

tenere conto delle singole peculiarità nazionali di ciascun sistema, come notano l’ESMA e l’*Autorité des Marchés Financiers*. Sul punto, a testimonianza del rilievo della questione, M. STELLA RICHTER *jr*, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *cit.*, spec. a 12 s. e nota 18.

<sup>174</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, *cit.*, a 37. L’A., nello scritto richiamato, argomenta puntualmente in risposta alle critiche mosse nei confronti del codice medesimo, alla sua effettiva utilità, potenzialità, forza e capacità di reazione dinanzi alle *malpractices* strutturali che travolgono gli investitori. Nella trattazione, si sottolinea a più riprese come, da un lato, gli emittenti si debbano spendere al fine di rafforzare le scelte degli investitori e, dall’altro lato, le disposizioni di autodisciplina debbano essere rese via via più incisive con l’*iter* di riforma delle stesse. Un *iter* che, stando al comunicato stampa emesso a conclusione dei lavori, ha condotto ad un testo “semplificato” e “rafforzato” rispetto alla versione del 2006.

<sup>175</sup> G. COTTINO, *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 25.

<sup>176</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 6. Rileva peraltro la necessità di graduare l’applicazione delle *best practices* anche alle società di dimensioni contenute, cifra distintiva dell’ordinamento italiano, onde «rendere più agevole l’accesso e la permanenza al listino di borsa, soprattutto alle società di piccole/medie dimensioni», M. BAGLIONI, C. PRESCIANI, *Nuova edizione del Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Soc.*, 2012, 918 ss., 919 e S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 25.

<sup>177</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM/2012/0740 final; COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d’azione: diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM/2012/0740 final.

<sup>178</sup> Evidente prova del suo ruolo e della sua influenza sono dati dalla conseguente revisione tanto del Codice italiano quanto di quello danese, onde tenere conto di tali previsioni. V. ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina (edizione luglio 2014)*. Circolare n. 26, 31 luglio 2014, par. 1.1 («La Raccomandazione si rivolge a una pluralità di soggetti (Stati membri, organismi responsabili per i codici nazionali di governo societario, società e altri portatori di interesse), fornendo loro alcuni orientamenti per migliorare la qualità delle relazioni sul governo societario nonché la qualità delle spiegazioni fornite in caso di deroga alle raccomandazioni del codice») e ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*. Circolare n. 25, 28 luglio 2014), nonché ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. *Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 100-102. Nella recente letteratura, R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, *cit.*, 443-445.

<sup>179</sup> In particolare, sia consentito rinviare agli artt. 20 e 34, rispettivamente in tema di relazione sul governo societario e revisione dei conti.

italiano<sup>180</sup>. Conseguentemente si è precisato come: (i) l'applicazione del codice debba essere completa ed esaustiva, nonché come la disapplicazione di una di queste non debba determinare aprioristicamente un giudizio negativo, in quanto la disapplicazione può essere connessa a diversi fattori, quali struttura, modello di *governance*, situazione giuridica; (ii) il Consiglio di amministrazione debba essere preceduto da una consistente e dettagliata informativa pre-consiliare e, ove in casi specifici non sia stato possibile fornire la necessaria informativa con congruo anticipo, da una garanzia di approfondimento durante le sessioni consiliari, dando opportuna *disclosure* nella relazione sul governo societario (commento all'art. 1, capoverso nono); (iii) la valutazione del *Board* debba essere collegata alla durata triennale del mandato consiliare, con modalità differenziate rispetto alle singole fasi del mandato (commento all'art. 1, capoverso quinto).

## **1.2. Codici di Autodisciplina e loro ruolo nell'ambito nazionale.**

I Codici di Autodisciplina, volti a fluidificare i meccanismi del mercato, mirano a raggiungere obiettivi parzialmente neoliberali, tanto nella sostanza quanto nella forma<sup>181</sup>. Nella sostanza, essi si prefiggono obiettivi di governo societario. Nella forma, essi assicurano attenzione rispetto alle questioni sociali, come pure ad interessi di rilievo particolare, tra cui il valore per gli azionisti.

In taluni Stati europei, il Codice di Autodisciplina assume lo *status* di mera raccomandazione, principalmente da parte di associazioni professionali e di accademici, spesso priva di supporto delle autorità pubbliche. L'implementazione dei suoi contenuti, volontaria e fondata unicamente sull'"autoproclamazione", è esclusivamente connessa ad una valutazione da parte delle forze di mercato.

In altri, il Codice è funzionale ai meccanismi di Borsa, e i principi in esso contenuti debbono essere intesi in guisa di "*stock exchange recommendation*", di parte del "*listing agreement*", o di condizione essenziale alla quotazione.

In altri ancora, il Codice è prodotto di un ente privato che, con il sostegno degli organi pubblici, affronta i temi del governo societario. I suoi contenuti sono espressamente richiamati nella disciplina, prevedendo dunque conseguenze precise in relazione alla *compliance* relativa allo stesso.<sup>182</sup>

---

<sup>180</sup> P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss., a 40 e in *Regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 59 ss., a 68 (da cui si cita): «[è] recentemente intervenuta la raccomandazione della Commissione 9 aprile 2014 sulla qualità dell'informazione sul governo societario e, in particolare, sulla applicazione della regola *comply or explain* in ordine all'adesione a codici di autodisciplina. La Commissione vuole evitare, da un lato, l'informativa rituale e standardizzata, dall'altro, quella tanto particolareggiata da far sfuggire la valutazione complessiva. Nei paesi in cui l'*enforcement* della relazione sul governo societario è affidato all'Autorità pubblica di controllo (Alvaro-Lupini), il controllo sull'informativa societaria investe dunque in profondità la *corporate governance*. L'interrogativo, si diceva, consiste nello stabilire se e come, per questa via, si possano (meglio: ci si trovi su di un terreno in cui sia facile) raggiungere finalità in senso lato di controllo prudenziale e se, peraltro, con ciò l'Autorità di controllo finisca per, o non sia tentata di, abbandonare il terreno della vigilanza informativa per incidere sul merito della gestione». Sia consentito rinviare pure al paragrafo relativo all'Italia, v. *infra*, 2.4.2. Italia: crescente ruolo dell'autodisciplina.

<sup>181</sup> L. TALBOT, *op. cit.*, 2013, 153.

<sup>182</sup> Diffusamente, v. E. WYMEERSCH, *Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *ECCI Working Paper n. 46*, 2005, 2, il quale precisa che in Olanda e in Germania «the code has been enshrined in the *Companies Act*. Numerous legal writers have attempted to identify the consequences of this *hybrid of public and private law*: the

### 1.3. Tecnica normativa.

In sede preliminare, è opportuno, per un verso, sottolineare come la tecnica normativa che si addice a questo modello sia quella della *framework regulation*<sup>183</sup> e del *volontarismo*<sup>184</sup>, per altro verso, ripercorrere le principali teorie circa le ragioni per cui essi vengono elaborati. Invero, da un canto, essi mirano a tutelare gli interessi degli azionisti; dall'altro, essi rappresentano il risultato di concezioni globali in tema di governo societario, il prodotto dell'innovazione relativa alle pratiche di *governance*. Sebbene dette pratiche non comportino necessariamente miglioramenti, ma più correttamente evoluzioni, variazioni rispetto allo *status quo*<sup>185</sup>, rispetto ad essi si possono cogliere due principali approcci<sup>186</sup>: efficiente e istituzionale<sup>187</sup>. Mentre il primo prospetta l'introduzione di alcune prassi in risposta a necessità tecniche o razionali, così da guadagnare una volta adottata una determinata prassi<sup>188</sup>, il secondo suggerisce che le pratiche vengano adottate gradualmente, allorquando le organizzazioni le ritengono legittime<sup>189</sup>.

### 1.4. Evoluzione.

Quanto sinora affermato sottolinea come la positiva evoluzione dei Codici sia stata – da sempre e costantemente – tesa ad un avvicinamento ideologico, dinamico e funzionale rispetto alle esigenze delle singole società<sup>190</sup>, le quali sono «“expected” to fully comply with the provisions of the Code whenever possible and if not they are required to provide an appropriate “explanation” of why they have not done so as is required under the Code’s “comply or explain” philosophy»<sup>191</sup>. Il metodo in parola costituisce una sicura innovazione per la soluzione dei

---

notion of self regulation would probably not apply, although the text has been formulated in a wording that would be acceptable for a legal text. The debate in these states has focused on the remedies and sanctions for enforcing the code» (corsivo aggiunto).

<sup>183</sup> Cfr. F. CAFAGGI, *Rethinking Private Regulation in the European Regulatory Space*, in *Reframing Self-Regulation in European Private Law*, a cura di F. Cafaggi, Kluwer Law International, The Hague, 2006, 3 ss.

<sup>184</sup> Cfr. F. CAFAGGI, *Making European Private Law. Governance Design*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2008 e O. TRIEB, H. BAHR, G. FALKNER, *Modes of Governance: a Note towards Conceptual Clarification*, in *J. European Public Policy*, 2007, vol. 14, n. 1, 1 ss.

<sup>185</sup> D. STRANG, M.W. MACY, *In Search of Excellence: Fads, Success Stories, and Adaptive Emulation*, in *American J. Sociology*, 2001, vol. 107, n. 1, 147 ss.

<sup>186</sup> V. anche S. DEAKIN, *'Comply or Explain' in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis*, 30 gennaio 2014.

<sup>187</sup> Cfr., P. DIMAGGIO, W. POWELL, *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality*, in *American Sociological Rev.*, 1983, vol. 48, n. 2, 147 ss.; P.S. TOLBERT, L.G. ZUCKER, *Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880-1935*, in *Administrative Science Q.*, 1983, vol. 28, n. 1, 22 ss.; J.D. WESTPHAL, S.M. SHORTELL, *Customization or Conformity? An Institutional and Network Perspective on the Content and Consequences of TQM Adoption*, in *Administrative Science Q.*, giugno 1997, vol. 42, n. 2, 366 ss.; D. STRANG, S.A. SOULE, *Diffusion in Organizations and Social Movements: From Hybrid Corn to Poison Pills*, in *Ann. Rev. Sociology*, 1998, vol. 24, n. 1, 265 ss.

<sup>188</sup> R.A. SCHOENHERR, P.M. BLAU, *The structure of organizations*, Basic Books, New York, 1971.

<sup>189</sup> A. ZATTONI, F. CUOMO, *op. cit.*, a 2-3.

<sup>190</sup> In una prospettiva evolutiva, v. A. REISBERG, *Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good the Bad and the Ugly*, in *Current Legal Problems*, 2010, vol. 63, n. 1, 315 ss.

<sup>191</sup> C. PASS, *The revised Combined Code and corporate governance*, in *Mgmt. Law*, 2006, vol. 48, n. 5, 467 ss. «The principle of 'comply or explain' is a central element of EU corporate governance. So it is important to have a common understanding of the principle's scope and of the conditions that need to be out in place for it to

problemi societari, che consente alle società di adottare meccanismi di *governance* dalla forma più adatta rispetto alla loro struttura, così creando un regime che mantenga e rifletta i principi sociali. In altri termini, è opportuno tendere alla realizzazione di un “*meta-regulated [regime] in a multi-layered approach*”, che, da un lato, offre alle società la possibilità di riflettere sulle proprie strutture di *governance*, dall’altro, sottolinea l’importanza di assumere una prospettiva di lungo periodo<sup>192</sup>.

La disamina verrà dunque condotta secondo una angolazione comparata<sup>193</sup>, nella certezza che l’“aperto pluralismo giuridico” di Grossi<sup>194</sup> rappresenti questione di perenne attualità e costituisca strumento validissimo di profonda comprensione e ricostruzione del diritto domestico per colmarne le lacune<sup>195</sup>, in alcuni casi<sup>196</sup>; in altri, di comprensione efficace dell’ortoprassi societaria, finalizzata alla eventuale necessità di rimodulazione di taluni meccanismi, proprio in rapporto ai temi oggetto di trattazione.

Il *comply or explain*<sup>197</sup>, anzi l’*autodisciplina* tutta,<sup>198</sup> non costituisce solo un’espressione innovativa: esso ha esercitato (ed esercita) un impatto notevolissimo sulle società, ben oltre

work effectively», C. MCGREEVY, *Internal Market and Services Commissioner, Corporate governance: European Forum clarifies 'comply or explain' principle and issues annual report. Press Release*, 6 marzo 2006. Il concetto di “aspettativa” è affermato anche rispetto alle multinazionali (tra esse hanno iniziato ad intraprendere la strada dell’autodisciplina *Royal Dutch Shell, Toyota Motor Corporation* e *Interface Inc.*), «[which] are now judged on their capacity to moderate their behaviour in light of community expectations. In the future, MNCs [Multi National Corporations] will be more disciplined than they were 20 years ago. The age of MNC profligacy is over», così T. O’CALLAGHAN, *Reputation Risk and Globalisation. Exploring the Idea of a Self-Regulating Corporation*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2016, a 7.

<sup>192</sup> «[C]ompanies will act as rational self-maximisers who recognise that the long term health of the economy as a whole serves their own self-interest, given they require a strong economy in order to thrive. This approach to regulation assumes that companies will not pursue short-termist approaches because the code emphasises long termism and companies have an interest in complying with the code», L. TALBOT, *op. cit.*, 161 s. e, nello stesso senso, in relazione al codice inglese, C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 178 e nota 16.

<sup>193</sup> Sulle metodologie con cui condurre una comparazione tra i vari modelli di diritto societario, D.C. CLARKE, *The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, in AA.VV., *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, a cura di C.A. Hill, B.H. McDonnell, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 397 ss., a 400 ss.

<sup>194</sup> P. GROSSI, *Il diritto nella storia dell’Italia Unita, cit.*

<sup>195</sup> D. CORAPI, *op. cit.*, 173 s. e nota 22, ove l’A. riferisce della posizione di Alfredo Rocco, rinviando a P. UNGARI, *Alfredo Rocco e l’ideologia giuridica del fascismo*, Morcelliana, Brescia, 1963, 69 ss.

<sup>196</sup> È quanto verificatosi in relazione a questioni quali i finanziamenti dei soci e il sistema dualistico, v. G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero, cit.*, 326 ss.

<sup>197</sup> I. MACNEIL, X. LI, *Comply or Explain, Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2006, vol. 14, 486 ss.; D. SEIDL, *Standard Setting and Following in Corporate Governance: an Observational- Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes*, in *Organization*, 2007, vol. 14, n. 5, 705 ss.; I. HAXHI, H. VAN EES, *Explaining Diversity in the Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance*, in *J. Int’l Business St.*, 2010, vol. 41, n. 4, 710 ss. Ne ripercorre i tratti essenziali, a livello nazionale, C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 171 ss., a 182 s.

<sup>198</sup> Si precisa, invece, come il concetto di *corporate governance* abbia destato primario interesse anzitutto negli Stati Uniti, per poi assumere un ruolo essenziale anche in Inghilterra, v. B.R. CHEFFINS, *The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why, cit.*, il quale efficacemente rammenta: «the term “corporate governance” initially achieved prominence in the 1970s in the United States [...] [t]he scene then switches to Britain, with the focus being on explaining why corporate governance failed to catch on in this era in Britain in the same way as it did in the U.S.», a 3 e, ampiamente, a 22 ss. (corsivo aggiunto). Sulla cultura britannica della *self-regulation*, nella letteratura italiana, R. MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze*, in *Società, banche e crisi d’impresa*, Liber amicorum P. Abbadessa, a cura di M. Campobasso et al., Utet, Torino, 2014, rispettivamente a 389 ss. e 387 e nota 8

quanto inizialmente previsto<sup>199</sup>. A partire dall'ambiente inglese che ne rappresenta la culla<sup>200</sup>, esso si è gradualmente affermato<sup>201</sup> quale esemplificazione più concreta ed espressione più alta<sup>202</sup> dei sistemi di *soft law*<sup>203</sup>: i Codici di Autodisciplina presentano infatti un insieme di principi o obiettivi, accompagnati da proposte *best practices* al fine di raggiungere il risultato auspicato<sup>204</sup>, che le imprese possono adottare o meno alla luce di una adeguata spiegazione delle motivazioni. Di qui, l'utilizzo, talora, dell'espressione “*adopt or explain*”<sup>205</sup>.

Intuitivamente, dovremmo riconoscere un valore alla “elegante soluzione” proposta da Sir Adrian Cadbury<sup>206</sup>. In primo luogo, il codice esercita una importante pressione verso la società,

<sup>199</sup> «Over the long haul, the novelty and effectiveness of its Code of Best Practice were pivotal. As we have just seen, dealing with corporate governance by way of a code backed by “comply or explain” not only was innovative but had a greater impact on public company behaviour than many anticipated», così D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation, cit.*, 27 s. e nota 124, ove l'A. richiama anche N. COHEN, *Cadbury Responds to CBI Hostility*, in *Financial Times*, 14 settembre 1992, 10.

<sup>200</sup> RISKMETRICS GROUP FOR THE EU, *Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States*, 23 settembre 2009, spec. a 22, ove si utilizza l'espressione «the cornerstone of the comply-or-explain framework [...], long before this system was introduced in European law». In una prospettiva evolutiva del Codice, anche C. JORDAN, *op. loc. cit.*

<sup>201</sup> Detta affermazione è stata in realtà particolarmente rapida, v. W. GUNATHILAKE, P. CHANDRAKUMARA, *Why do corporations accept voluntary codes on corporate governance and why is the acceptance so rapid among the corporations? A theoretical explanation*, in *British Academy of Management*, University of Sheffield, 2010, 1 ss. Sulla riproposizione delle questioni in esso contenute a livello europeo (c.d. “*translatability*”), v. M. PANNIER, J. RICKFORD, *Corporate governance disclosures in Europe*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2005, vol. 16, n. 5, 975 ss.

<sup>202</sup> R.V. AGUILERA, A. CUERVO-CAZURRA, *Codes of Good Governance*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2009, n. 17, 376 ss.; S.I. KARLSSON-VINKHUYZEN, A. VIHMA, *Comparing the Legitimacy and Effectiveness of Global Hard and Soft Law: An Analytical Framework*, in *Regulation & Governance*, 2009, vol. 3, n. 4, 400 ss.

<sup>203</sup> «This principle became a milestone in the development of the European corporate governance framework that guides listed companies towards the adoption of what the leading market participants consider to be best practice», in P. INWINKL, M. WALLMAN, S. JOSEFSSON, *The Comply-or-Explain Principle: Stakeholders' Views on How to Improve the 'Explain' Approach*, 23 novembre 2013, a 4, ove gli AA. compiono riferimento a S. DEMIRAG, J.F. SOLOMON, *Developments in International Corporate Governance and the Impact of Recent Events*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2003, vol. 11, n. 1, 1 ss. Cfr. altresì M. MOORE, *Whispering Sweet Nothings: The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance*, in *J. Corp. Law St.*, 2009, vol. 9, n. 1, 95 ss., a 104 s. e G.C. HADJIKYPRIANOU, *The Principle of 'Comply or Explain' Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: Is There a Need for a Change?*, in *Corporate Law: Corporate Governance Law J.*, vol. 7, n. 81, novembre 2015 («[...] the “comply-or-explain” principle represents the “trademark of corporate governance” in this country», a 4).

<sup>204</sup> Il fenomeno della reale esistenza di *best practices* è stato largamente indagato. Per un verso, è stato dimostrato come il rispetto del Codice conduca ad un incremento del valore delle azioni, v. I. GONCHAROV, J.R. WERNER, J. ZIMMERMANN, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2006, vol. 14, 432 ss., nonché come l'80% degli investitori istituzionali sin dal 2000 preferirebbe persino pagare di più per le azioni di società caratterizzate da un buon governo, v. P. COOMBES, M. WATSON, *Three surveys on corporate governance*, in *McKinsey Q.*, 2000, 74 ss. Per altro verso, alcuni studi hanno rilevato come esse non permettano una efficace prevenzione delle perdite e delle frodi, come accaduto nel caso della *National Australia Bank*, v. S. TURNBULL, *Case Study on the Irrelevance of Best Practices in Corporate Governance*, 2007, 10, e non abbiano un impatto positivo sul valore degli azionisti, v. M. TILL, E. NOWAK, R. ROLAND, *The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes*, in *J. Institutional & Theoretical Econ.*, 2016, vol. 172, n. 3, 475 ss.

<sup>205</sup> S.E. SALTERIO, J.E.D. CONROD, R.N. SCHMIDT, *Canadian Evidence of Adherence to “Comply or Explain” Corporate Governance Codes: an International Comparison*, in *Accounting Perspectives*, 2013, vol. 12, n. 1, 23 ss.

<sup>206</sup> J. PARKER, *Commercial freedom, sound governance*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, 2012, a 43.

chiamata a rispettare determinati *standard*, considerati quali *best practices*. In secondo luogo, una società invierebbe un segnale positivo anche soltanto dichiarando la conformità al codice. Di conseguenza, realisticamente, le società potrebbero effettivamente essere tentate di elaborare una falsa dichiarazione, ovvero di interpretare le prescrizioni codicistiche in senso loro favorevole, al solo scopo di inviare un segnale positivo al mercato.

Si precisa anzitutto come l'essenza del *comply or explain* sia costituita dalla non obbligatorietà del rispetto dei Codici, bensì dalla divulgazione della *compliance* rispetto agli stessi. Alla base vi sono due considerazioni che, unitamente intese, costituiscono un argomento forte contro un regime fondato unicamente su norme obbligatorie quali le *Listing Rules*<sup>207</sup>. Da un canto, grazie a tale meccanismo, alcuni valori vengono effettivamente considerati e promossi all'interno delle società. Stante la differenza geografica<sup>208</sup> e fattuale sia europea<sup>209</sup> sia globale<sup>210</sup>, come pure le differenti tradizioni in tema di *governance*<sup>211</sup>, la letteratura accademica si è schierata in favore del principio “*one size does not fit all*”<sup>212</sup>: in altre parole, a qualsivoglia latitudine della cultura del governo d'impresa (c.d. *corporate culture*) si intenda operare, «a pure hard law approach would not be a suitable regulatory response to change corporate culture since the latter is formed by several factors and not exclusively by ‘compliance-driven’ behaviour»<sup>213</sup>. Ne è un esempio il tentativo

---

<sup>207</sup> I. MACNEIL, X. LI, *op. loc. cit.*

<sup>208</sup> Tuttavia, a dispetto di tale considerazione, i sostenitori della teoria della c.d. *convergence* hanno ritenuto che «in the long run, product market competition resulting from the increased openness of national economies to foreign trade may demonstrate [the optimal corporate governance] for the world as a whole. While there may be no unique answer, it may turn out that one or the other is better suited for particular industries», così M. GELTER, *The Dark Side of Shareholder Influence; Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, in *Harvard Int'l Law J.*, 2009, vol. 50, n. 1, 129 ss., 186. Il dibattuto tema della convergenza o meno dei sistemi di corporate governance è affrontato in: M. SIEMS, D. CABRELLI, *Form, Style and Substance in Comparative Company Law*, in AA.VV., *Comparative Company Law: a Case-Based Approach*, a cura di M. Siems e D. Cabrelli, Hart Publishing, Portland, OR, 2013, 363 ss.; AA.VV., *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, a cura di A. Rasheed e T. Yoshikawa, Palgrave Macmillan, New York, 2012 e D.C. CLARKE, “*Nothing but wind*”? *The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, *cit.*; M. MARTYNOVA, L. RENNEBOOG, *Evidence on the International Evolution and Convergence of Corporate Governance Regulations*, in *J. Corp. Fin.*, 2011, vol. 17, n. 5, 1531 ss.; M. SIEMS, *Convergence in Corporate Governance: a Leximetric Approach*, in *J. Corp. Law*, 2010, vol. 35, n. 4, 729 ss.; M.J. ROE, J.N. GORDON, *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

<sup>209</sup> «The corporate governance structures vary significantly, and any attempt to converge their characteristics through a unified European corporate governance code will have dubious effects on their viability», in K. SERGAKIS, *op. loc. cit.*

<sup>210</sup> Per tutti, L.A. BEBCHUK, M.J. ROE, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, *Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131*, 1999; in *Stanford Law Rev.*, 1999, vol. 52, 127 ss.

<sup>211</sup> Tra i contributi più recenti, cfr. M. VATIERO, *On the (Political) Origin of ‘Corporate Governance’ Species*, in *J. Econ. Surveys*, 2017, vol. 31, n. 2, 393 ss.; M.J. ROE, M. VATIERO, *Corporate Governance and its Political Economy*, Harvard John M. Olin Discussion Paper Series Paper No. 827, maggio 2015. V. anche L. RADICATI DI BROZOLO, *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber Amicorum P. Abbadessa, a cura di M. Campobasso *et al.*, Utet, Torino, 2014, 407 ss., spec. a 411 ss.

<sup>212</sup> Per una efficace sintesi delle argomentazioni in tal senso, v. R.S. STEEL, *op. cit.*, a 5-6 e note 17-18.

<sup>213</sup> M. MOORE, *op. cit.*, a 95 (corsivo aggiunto); S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance*, *op. loc. cit.* Nello stesso senso, ancor più recentemente, viene ribadito che: «[c]hairmen fe[e]l strongly that there is no ‘one-size-fits-all’ when it comes to culture. What matters is that the culture is appropriate for the context in which the company is operating and that there is internal alignment between company purpose, values, strategy and business model(s). Aligning business decisions with purpose and values and focusing on how financial targets will be achieved, will over the long-term lead to more

tedesco (§ 100 (2), primo periodo, *AktG*) di imporre, servendosi di norme vincolanti, trasparenza nelle scelte sociali ritenute maggiormente sensibili (quali le politiche di remunerazione del CEO)<sup>214</sup>: un approccio che difficilmente potrebbe diminuire i livelli retributivi, ma che di certo prova una maggiore sensibilità e attenzione nei riguardi di alcuni temi rispetto ad altri<sup>215</sup>. D’altro canto, sin da una prima disamina, non sfuggirà come il *comply or explain* sia foriero di incertezze laddove non siano state riportate ragioni sufficientemente forti per la deviazione dagli *standard* di *governance* di cui si è detto<sup>216</sup>. Alcune di esse, infatti, possono risultare semplicemente frasi retoriche, altre, invece, incomplete o semplicemente inesistenti, così vuotando di efficacia il rapporto stesso<sup>217</sup>. Al fine di aumentare l’efficacia di tale approccio, anche in relazione alle informazioni comunicate e alla loro complessiva qualità, è dunque essenziale, tenendo a mente l’art. 46 della Quarta direttiva (78/660/EEC del 25 luglio), compiere un proficuo monitoraggio: le società ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato devono includere nelle loro relazioni annuali dichiarazioni di *corporate governance*, informazioni circa il Codice di Autodisciplina e le pratiche di governo societario applicate. Inoltre, nel caso in cui una società decide di allontanarsi dal Codice, in tutto o in parte, deve dare spiegazioni sui motivi per i quali è stata adottata una tale decisione e, nel dettaglio, precisare le sezioni non applicate.

Per un verso, dunque, la flessibilità intrinseca di cui il *comply or explain* è portatore<sup>218</sup> favorisce una disciplina ottimale, capace di tenere in considerazione le peculiarità delle singole società e dei singoli Stati, altrimenti trascurate dal punto di vista normativo<sup>219</sup>, e influenza

---

sustainable value creation», FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, cit. È lo stesso documento a precisare come la *corporate culture* costituisca elemento *intrinseco* del funzionamento del *business* e, al contempo, *prodotto* dello stesso («[...] an intrinsic part of how the business is managed and an output of how the business is run». [...] *At a strategic level*, the board’s focus will be on *setting and monitoring the company’s culture*, in terms of the values and behaviours which best deliver value creation over the short, medium and long-terms and the incentives which support this *At an operational level* the focus will be on obtaining assurance that the company’s operations are *aligned with its culture*. In this way, boards and executive management can ensure that decisions around value creation and values are fully integrated. [...] *Cultural change may take a long time to bed in; and boards can provide continuity*», corsivo aggiunto).

<sup>214</sup> Al contrario, rimane legata alla sfera di *soft law* l’esclusione del diritto di prelazione degli azionisti deliberato dal Consiglio di amministrazione di una società quotata, ex § 203, paragrafi 1 e 2, *AktG*, decisione che richiede spiegazione scritta ex § 186 (4), secondo periodo, *AktG*.

<sup>215</sup> M. HABERSACK, *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung*, *Verhandlungen des 69 Deutschen Juristentages*, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2012, 53.

<sup>216</sup> R.B.H. HOOGHIEMSTRA, H. VAN EES, *op. cit.*

<sup>217</sup> La significatività del rapporto è, infatti, direttamente proporzionale alla qualità delle spiegazioni fornite, come evitanziato in G. SCHUSTER, *Zur Stellung der Anteilseigner in der Sanierung*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2010, vol. 39, n. 2-3, 325 e H.-U. WILSING, *Corporate Governance in Deutschland und Europa*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 2-3, 291.

<sup>218</sup> «This strength and flexibility makes the UK a beacon of transparent investment opportunities», C. GIBSON-SMITH [Chairman of the London Stock Exchange Group], *Introduction*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, cit. Nello stesso senso, M. BECHT, *Comply or just Explain?*, *ibidem*, 11 («[t]he “comply or explain” concept has been hailed as a pragmatic tool that can improve corporate governance without the need for inflexible, burdensome and misguided rules, laws or regulation. An initiative that started as a response to some, with hindsight, minor UK scandals has become a global phenomenon»); G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, a 5, note 23-24-26; ed, empiricamente, Y. LUO, S.E. SALTERIO, *Governance Quality in a “Comply or Explain” Governance Disclosure Regime*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2014, vol. 22, n. 6, 460 ss.

<sup>219</sup> R.V. AGUILERA, I. FILATOTCHEV, H. GOSPEL, G. JACKSON, *An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities*, in *Organization Science*, 2008, vol. 19, n. 3, 475.

positivamente la *performance* finanziaria delle società medesime<sup>220</sup>; per altro verso, (i) il livello e la qualità della *compliance* rispetto ai Codici di Autodisciplina solleva una serie di critiche riguardanti l'utilità e il futuro del principio medesimo a livello nazionale ed europeo<sup>221</sup>, (ii) un livello elevato di *non-compliance* – e se ne è avuta prova empirica<sup>222</sup> – comporta una generale diminuzione dei ritorni azionari<sup>223</sup>.

#### **1.4.1. Prospettiva inglese.**

Il *comply or explain* richiede dunque una accurata *disclosure*, il cui obiettivo è quello di informare gli investitori: ad esempio, nel contesto italiano, il Codice non fa parte del Regolamento Emittenti o del Regolamento di Borsa<sup>224</sup>, non ne ha il medesimo valore giuridico, non deve essere applicato dall'*authority*<sup>225</sup>. Pur tuttavia, le *Listing rules* inglesi richiedono alle società quotate: (i) una dichiarazione circa il modo in cui i principi esplicitati alla *Section 1* del *Combined Code* sono stati riportati (c.d. "*appliance*"), così da consentire<sup>226</sup> agli azionisti di valutarne l'applicazione; (ii) una dichiarazione (c.d. "*compliance*"), per tutto il periodo contabile o per parte di esso, rispetto a tali principi.

Le *Listing rules* inglesi richiedono che una società quotata – sia essa incorporata o meno nel Regno Unito – nel segmento *Premium* includa nella sua relazione annuale una dichiarazione sulla modalità con cui la società abbia applicato i principi fondamentali e sul fatto che essa abbia rispettato tutte le disposizioni pertinenti del Codice (eventualmente corredata dalle ragioni del mancato rispetto). Tale documento è successivamente sottoposto al controllo dei revisori, i quali analizzano la spiegazione degli amministratori circa la modalità con cui vengono redatti i conti annuali, ai sensi del CP C.1.1; alla revisione annuale degli amministratori circa l'effettività dei sistemi di controllo interno, ai sensi del CP C.2.1; alle pratiche societarie circa il ruolo e le responsabilità del comitato *audit*, ai sensi del CP C.3.1- C.3.7. La non inclusione di tali elementi comporta una violazione delle *Listing rules*, ed è quindi punibile. Di qui, la precisazione secondo cui la presenza di detta regola implica che il principio del *comply or explain* non rappresenta né una espressione di *hard law*, non essendo obbligatorio per legge ed essendo strettamente relato alle risposte e variazioni del mercato per quanto attiene alla propria efficacia, né una espressione di *self*

<sup>220</sup> La correlazione tra Codici e *performance* finanziaria, invero, appare incerta anche in letteratura: v. E. DEDMAN, *op. loc. cit.*; P. GOMPERS, J. ISHII, A. METRICK, *Corporate governance and equity prices*, in *Q. J. Economics*, 2003, vol. 118, n. 1, 107 ss.

<sup>221</sup> K. SERGAKIS, *op. loc. cit.*

<sup>222</sup> Cfr. A. SHAUKAT, *To Comply or Not to Comply: Evidence on Changes and Factors Associated with the Changes in Compliance with the UK Code of Corporate Governance*, 2008 ed E. MICHELER, *Facilitating Investor Engagement and Stewardship*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2013, vol. 14, n. 1, 29 ss.

<sup>223</sup> Sul tema, F. EASTERBROOK, D. FISCHEL *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1996.

<sup>224</sup> «[I]n una prospettiva *de iure condendo*, non può escludersi che l'adesione al Codice e la sua osservanza vengano a costituire, in un futuro non troppo lontano e sulla scia delle ricordate esperienze straniere, condizioni per ottenere o mantenere la quotazione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati, rendendo così giuridicamente vincolante il modello, non in via normativa, bensì attraverso il medio del regolamento della società di gestione del mercato, che determina, ai sensi dell'art. 62 del T.U.F, le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni», v. M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, *cit.*, 149.

<sup>225</sup> A. KEAY, *op. cit.*

<sup>226</sup> *FSA Listing Rules*, LR 9.8.6R, 9.8.7R, v. anche B. HANNIGAN, *op. cit.*, 109.

*regulation*<sup>227</sup>. Il *Financial Reporting Council* sottolinea che la società dovrebbe spiegare chiaramente agli azionisti le ragioni di non conformità e illustrare come le sue pratiche attuali siano coerenti con i principi di buon governo suggeriti dal Codice. A loro volta gli azionisti devono porre mente alle motivazioni, tenendo conto delle circostanze individuali.

Sebbene sinora l'attenzione si sia focalizzata sulle società che compongono il segmento *Premium*, tutte le società quotate debbono rispettare le c.d. *Disclosure and Transparency Rules* (DTR), che a propria volta richiedono una dichiarazione sul governo societario nella relazione sulla gestione e una relazione separata pubblicata unitamente alla relazione annuale o al sito *web* (DTR 7.2.3R), in cui illustrare l'eventuale *non-compliance*. Il documento deve altresì descrivere le principali caratteristiche dei sistemi di controllo e gestione dei rischi della società in relazione al processo di informativa finanziaria e includere una descrizione della composizione e del funzionamento del Consiglio di amministrazione e dei suoi comitati.

Quanto richiesto alle società del segmento *Premium* genera una notevole sovrapposizione tra DTR e autodisciplina, sebbene i requisiti non siano identici, tanto che il *Department for Business, Innovation and Skills* sta indagando sui settori in cui un maggiore allineamento di tali requisiti potrebbe generare benefici. Ad esempio, il principio DTR 7.2.5R prevede una descrizione delle caratteristiche principali dei sistemi di controllo e gestione dei rischi della società, in relazione al processo di informativa finanziaria, considerando che il Codice inglese richiede di segnalare, mediante apposita scheda, che la revisione annuale dell'efficacia del sistema di controllo interno è stata effettuata. Le DTR sono obbligatorie, a differenza del codice, quindi le società debbono soddisfarne i requisiti, anche ove scelgano di non rispettare il Codice.

A volte i requisiti del Codice di Autodisciplina possono essere persino più severi rispetto a quelli di legge, ad esempio, per quanto riguarda la composizione del comitato di revisione contabile, tutti i suoi membri devono essere indipendenti ai sensi del Codice, mentre l'Ottava direttiva richiede la presenza di un solo membro indipendente.

### **1.5. Monitoring e compliance.**

Il fatto che esista un obbligo di pubblicità al fine di garantire agli investitori e agli analisti un efficace *monitoring* non implica, tuttavia, una oggettività ed una uniformità nella *disclosure*. Vi è, ad esempio, una marcata differenza tra le società che si considerano perfettamente allineate al Codice e quelle che realmente lo sono: rispetto ad esse, infatti, il mercato si esprime con ritardo, in un secondo momento. Analisi operate in relazione alle principali società quotate (FTSE 100) suggeriscono come (i) il *comply or explain* trovi tendenzialmente affermazione in un periodo pari a cinque anni; (ii) *non-compliance* e *outperformance* siano tra loro marcatamente relate (solo 3 dei 18 *non compliers* seriali hanno infatti registrato risultati economici negativi durante il periodo esaminato)<sup>228</sup>; (iii) gli investitori sembrano disposti ad accettare il giudizio per quanto attiene all'ottimale organizzazione della società, in contesti economici positivi, così creando una *cognitive bias* rispetto alla quale la *performance* finanziaria è sopravvalutata agli occhi dell'investitore medesimo. I casi di *non-compliance* emersi evidenziano come un approccio quale il *comply or perform*<sup>229</sup> potrebbe reggere in modo migliore, e il suo effetto potrebbe essere testato con maggiore

<sup>227</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010)284, 2 giugno 2010, par. 3.3.

<sup>228</sup> I. MACNEIL, X. LI, *op. cit.*, 492 e note 16-17.

<sup>229</sup> G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 11 s. e nota 62. Ivi l'A. invita a porre mente al fatto che lo scandalo Enron si sia verificato nonostante le eccellenti *performance* della società, rinviando a S. DEAKIN, S.J. KONZELMANN,

certezza, potendo così valutare come le strutture di *governance* non conformi alle *best practices* in esso suggerite conducano a significativi (ed empiricamente misurabili) benefici finanziari per gli azionisti.

Dopo aver considerato il *comply or explain*, la trattazione proseguirà con una analisi in chiave europea “generale” prima, europea “particolare” poi, non-europea, infine. Anzitutto importa precisare la posizione della Commissione Europea e dare atto dell’interesse di due delle *European Security Agencies* (ESMA ed EBA) per temi quali l’indipendenza.

Quindi, rileva affrontare le realtà nazionali secondo una prospettiva analitica finalizzata a porre l’accento (i) sulla prospettiva assunta rispetto al *comply or explain*; (ii) sulle evoluzioni tematiche principali che i singoli Codici hanno evidenziato nel tempo; (iii) sulle modalità di nomina degli amministratori, nonché sui requisiti che gli stessi debbono presentare. Ricostruire tali aspetti non significa però fornire uno studio dettagliato di ciascun Codice, né tantomeno giungere a conclusioni normative circa l’opportunità di preferire l’uno o l’altro modello. Affrontare detta ricostruzione significa fornire esempi reali, concreti, tangibili, di differenti strutture codicistiche a livello mondiale e, al contempo, favorire la cognizione delle complessità derivanti dalle loro interazioni: un *framework* essenziale per comprendere appieno il dibattito attuale e cogliere le problematiche successivamente considerate.

Il percorso ricostruttivo descrive le caratteristiche dei Codici oggetto di esame, che a propria volta costituiscono il risultato di una evoluzione storica degli sviluppi verificatisi, di cui si è inteso dare conto soltanto laddove essenziale ai fini della comprensione delle peculiari scelte compiute. Una sottolineatura, questa, imprescindibile, a prova del fatto che i Codici di Autodisciplina progrediscono ed evolvono nel tempo, lungi dal rappresentare un fenomeno stagnante e suscettibile di una mera riproposizione di avvenimenti storicamente accaduti.

---

*Learning from Enron*, in *Corp. Gov.: Int’l Rev.*, 2004, vol. 12, n. 2, 134 ss. V. anche I.P. DEWING, P.O. RUSSELL, *The Individualization of Corporate Governance*, in *Accounting, Auditing & Accountability J.*, 2008, vol. 21, n. 7, 978 ss. («[a]n important issue concerning the “comply or else” basis is the availability of sufficient supervisory resources to ensure effective oversight and enforcement. Interestingly, MacNeil and Li point to the existence of a “comply or perform” basis where investors seem willing to tolerate non-compliance with corporate governance codes so long as financial performance is deemed to be adequate».)

*I love reading another reader's list of favorites.  
Even when I find I do not share their tastes or predilections,  
I am provoked to compare, contrast, and contradict.  
It is a most healthy exercise, and one altogether fruitful.  
— Thomas Stearns Eliot*

## 2. COMPLY OR EXPLAIN NEL CONTESTO EUROPEO.

In nessun altro ambito del diritto, forse, l'uso del metodo storico-comparativo è più interessante e proficuo di quanto non avvenga nello studio scientifico del diritto commerciale, di cui costituisce uno dei quattro rami essenziali di ricerca<sup>230</sup>. Dunque, anche a livello di autodisciplina, appare essenziale esaminare i Codici elaborati e le attività di monitoraggio condotte a livello europeo,<sup>231</sup> per lo più da parte delle stesse commissioni che tali Codici elaborano. Sebbene due Codici siano stati formulati prima del *Cadbury Code*, rispettivamente ad Hong Kong nel 1989 ed in Irlanda nel 1991, l'interesse di molte società ha condotto all'adozione dei Codici in altre nazioni *solo* a partire dal modello inglese<sup>232</sup>, rivelandosi così *prototipo*<sup>233</sup> utile a competere globalmente e a rispondere alle esigenze degli investitori, i quali hanno dato prova di apprezzare determinati sistemi (c.d. *checks and balances*)<sup>234</sup>. Pare qui opportuno, ancor prima di definire i caratteri principali delle singole realtà nazionali, ripercorrerne le linee essenziali, al fine di delineare il contesto operativo e poter dare conto di una *possibile* convergenza tra l'autodisciplina inglese, tedesca, spagnola e svedese<sup>235</sup>. Essa, potenziale strumento di valutazione dell'operato degli amministratori medesimi<sup>236</sup>, non deve però risultare pedissequa imitazione, né

---

<sup>230</sup> M. LIBERTINI, *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia (II)*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2015, n. 3, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu); anche in *Riv. soc.*, 2013, 13 ss.; Atti del Convegno "Il diritto civile e gli altri", organizzato dall'Associazione Civilisti Italiani, tenutosi a Roma il 2 dicembre 2011 e nota 28, ove l'A. richiama il tradizionale argomento giuscommercialistico relativo al valore costruttivo di tale analisi esposto "in modo convincente", in V. CARIELLO, *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, I, 255 ss.

<sup>231</sup> Ragioni di completezza suggeriscono di rinviare, per i Codici appartenenti al *Gulf Cooperation Council* (GCCC), a N.F. SHEHATA, *Development of Corporate Governance Codes in the GCC: an Overview*, in *Corp. gov.*, 2015, vol. 13, n. 3, 315 ss.

<sup>232</sup> Cfr. A.S. REID, *Internationalisation of Corporate Governance Codes of Conduct*, in *Bus. Law Rev.*, 2003, 235.

<sup>233</sup> L'espressione si rinviene in R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, *cit.*, 437, il quale ritiene detto codice l'espressione della "prima generazione" del *comply or explain*, che realizza una prima relevantissima transizione: "from a Common-Pool Problem to a Common-Pool Interest". Nello stesso senso, v. J. VELDMAN, H. WILLMOTT, *op. cit.*, a 582 e l'ampia bibliografia ivi riportata.

<sup>234</sup> Cfr. B.R. CHEFFINS, *The History of Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, a cura di M. Wright *et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 46 ss., 58 e P.L. DAVIES *et al.*, *Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe*, in AA.VV., *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, a cura di P.L. Davies *et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 3, 95.

<sup>235</sup> Rispetto alla realtà francese, olandese, spagnola ed italiana, v. il recente A. ARLT *et al.*, *Die Europäische Corporate-Governance-Bewegung (Frankreich, Niederlande, Spanien, Italien) (The European Corporate Governance Movement)*, marzo 2014.

<sup>236</sup> «Più in particolare, l'interrogativo è se le regole procedurali di comportamento disegnate nel Codice di Autodisciplina non possano fornire indicazioni per riempire di contenuto le clausole generali che, secondo la normativa di volta in volta applicabile, presiedono alla condotta degli amministratori dell'emittente quotato», M.

acritica trasposizione di principi dell'autodisciplina adottati in altri Stati membri<sup>237</sup>, né “the end of history for corporate governance”<sup>238</sup>, in quanto i sistemi di *governance* rimangono distintamente nazionali.

Ora, l'analisi della realtà normativa fornisce certamente una prima, fondamentale, indicazione della portata del problema, contestualmente però si deve approfondire lo studio della realtà fattuale.

Nel Regno Unito, anzitutto, la prima pubblicazione del Codice risale al 1992 ed è riconducibile all'operato del *Financial Reporting Council, independent regulator*, costituito nella forma giuridica di *private company limited by guarantee*, responsabile di promuovere elevati *standard* di *corporate governance* e *corporate reporting*. Il *Financial Reporting Council* presenta una composizione variegata; due dei suoi membri sono di nomina ministeriale, i restanti sono, invece, esponenti delle principali società quotate inglesi. Nel 2004, al suo interno viene istituito il *Corporate Governance Committee*, chiamato a guidare i lavori sul tema: il comitato è composto dagli amministratori esecutivi e non, costantemente volto ad aggiornare la commissione sulle novità in tema di *governance* e a formulare proposte per la revisione biennale del Codice. Dal dicembre 2011, l'organo: (i) pubblica diverse linee guida, tra cui *The UK Approach to Corporate Governance*; (ii) pubblica un *report* sullo stato di adesione del Codice da parte delle società inglesi, analizzando i dati relativi alle società FTSE 350, utilizzando i dati elaborati da *Grant Thornton, Deloitte, Cranfield*; (iii) fornisce dati sull'applicazione dello *UK Corporate Governance Code* e dello *UK Stewardship Code*<sup>239</sup>, mentre il *Financial Reporting Council* utilizza i dati elaborati dell'*Investment Management Association (IMA)*.

In Germania, il paragrafo 161 dell'*Aktiengesetz* richiede alle quotate una dichiarazione annuale di conformità rispetto alle raccomandazioni del *Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)*, la cui prima pubblicazione risale al 2002<sup>240</sup>, richiesta estesa pure alle società con strumenti finanziari, diversi dalle azioni, negoziati su mercati regolamentati, inclusi gli MTF. La *Deutscher Corporate Governance Kodex Commission*, istituita dal Ministero della Giustizia nel settembre 2001 e composta da rappresentanti dei consigli di gestione e di sorveglianza delle quotate e degli *stakeholders* (investitori istituzionali e *retail*, accademici di formazione giuridica ed economica, *auditors* e rappresentanti sindacali, come nella migliore tradizione del governo societario tedesco),

---

MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, cit., 98 e nota 28, in cui si sottolinea come anche chi (G. Rossi) dubita dell'incisività dei Codici di autodisciplina non esclude che la violazione di regole autogene relative al funzionamento del consiglio di amministrazione delle quotate possa esporne i membri a responsabilità una volta che le abbiano accettate e che esse siano divenute clausole essenziali del loro rapporto di mandato o di amministrazione.

<sup>237</sup> Le *best practices* contenute nei Codici debbono viaggiare con umiltà. Non solo: «legal experts must be clear and accurate about their own country's law when they seek to export such a law to another country», v. F.A. GEVURTZ, *op. cit.*, spec. a 4.

<sup>238</sup> L'espressione è attribuibile a H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper Series*, n. 280, 2002; in *Georgetown Law J.*, 2001, vol. 89, 439 s.

<sup>239</sup> Cfr. B. CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *Modern Law Rev.*, 2010, vol. 73, n. 6, 1004 ss. e L. ROACH, *The UK Stewardship Code*, in *J. Corp. Law St.*, 2011, vol. 11, n. 2, 463 ss. A livello europeo, si sottolinea come anche Italia e Olanda si siano avvalse di tali codici, nella consapevolezza della evoluzione delle attività di *engagement* degli investitori istituzionali e della necessità di predisporre procedure organizzate e trasparenti.

<sup>240</sup> R. MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze*, cit., 387 e nota 8.

nominati dal Ministero di Giustizia e Protezione dei Consumatori (che nomina anche il Presidente della Commissione, il quale ha la rappresentanza esterna della Commissione e ne coordina i lavori), è incaricata dell'allineamento rispetto agli sviluppi nella legislazione e nelle prassi di mercato, avvalendosi anche della consultazione pubblica<sup>241</sup>. Quindi il *Berlin Centre of Corporate Governance*, istituito sin dal 2002 dalla *Technical University* della capitale tedesca, a partire dal 2003 e con cadenza annuale, pubblica un rapporto anonimo sul livello di adesione al Codice da parte delle società quotate, producendo al contempo studi empirici sull'applicazione del Codice, con riferimento ad argomenti specifici (genere, remunerazioni, ...). Nel 2014 è stato inoltre pubblicato un *report* sulla *compliance* rispetto alle raccomandazioni del Codice delle società appartenenti agli indici DAX e MDAX<sup>242</sup>, esaminando anche la qualità della loro *governance* sulla base di *transparency*, *monitoring/control*, *incentives* e *diversity*. Il *Report* fornisce informazioni, talora in forma aggregata, talora in forma dettagliata, riportando esempi di singole società.

In Francia, il *Code de Gouvernement d'Entreprise des Sociétés Cotées* (nel 1995, rapporto "Viénot"; nel 2002, rapporto "Bouton"; nel 2011, *Recommendations on corporate governance*; nel 2013, *Corporate governance code of listed corporations*) non è prodotto da un comitato unitario e stabile per la corporate governance, al contrario rispetto ad esso influiscono l'AFEP (*Association Française des Entreprises Privées*) ed il MEDEF (*Mouvement des Entreprises de France*), a carattere etico. Una volta fissati gli aggiornamenti per parte di detti organi, gli stessi sono assoggettati a un'approvazione del Consiglio di amministrazione del primo e degli *executive members* del secondo. Proposte di emendamento del Codice sono peraltro fornite dall'*Haut Comité de suivi de l'application du code*, istituito nel giugno 2013,<sup>243</sup> entità privata composta da quattro membri, dotati ciascuno di *background* differenti ed esperienze eterogenee. Tra coloro i quali presentano esperienza nei gruppi internazionali è eletto il Presidente, mentre i rimanenti tre membri presentano esperienze quali investitori ovvero competenze legali e deontologiche di rilievo. Essi, tenuti a rendere pubblici i propri incarichi in seno ad altre quotate, possono essere eletti per un triennio, rinnovabile una sola volta. Gli stessi si occupano del monitoraggio sull'applicazione del Codice di AFEP-MEDEF (*Report* annuale) rispetto alle quotate sul mercato SBF 120. Quanto ai compiti di *monitoring*, il Comitato può ricevere quesiti sull'interpretazione del Codice e può anche contattare direttamente le società, chiedendo ulteriori informazioni in caso di assenza/non esaustività delle spiegazioni fornite dalla società, sulla base delle quali spesso pubblica linee guida a fini applicativi. L'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) pubblica un ulteriore rapporto (*Rapport sur le gouvernement d'entreprise et le contrôle interne*) che studia le relazioni annuali di un campione di 90 società quotate su NYSE Euronext (di cui 35 appartenenti all'indice CAC40), ove si analizza tanto l'applicazione del Codice di AFEP-MEDEF quanto quella delle raccomandazioni formulate precedentemente da AMF.

In Spagna, la legge che disciplina il mercato mobiliare (art. 540 LSC) prevede che, in forza del principio *cumplir o explicar*, le società quotate riportino nella Relazione sulla *corporate governance* il loro grado di *compliance* con il *Código unificado de buen Gobierno de las sociedades cotizadas* o Codice CNMV (elaborato dalla *Comisión Nacional del Mercado de Valores* nel 2006). Nel 2005, la

---

<sup>241</sup> Essa, al contempo, ha più volte risposto a consultazioni pubbliche, tra cui quelle in tema di revisione dei principi di *corporate governance* dell'OCSE. V., *infra*, 3.4. Principi OCSE/G20.

<sup>242</sup> C.R.G. KOHL, M.S. RAPP, M. WOLFF, *Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: Governance-Indizes und Unternehmenseigenschaften*, in *HHL Research Paper Series in Corporate Governance No. 11*, maggio 2013.

<sup>243</sup> Ne sottolinea l'unicità a livello comparato, R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, *cit.*, 448-449 e nota 40.

Commissione ha istituito un gruppo di lavoro composto da esperti provenienti da settore privato, Segretariato di Stato per l'economia, Ministero della giustizia e Banco di Spagna. Nel 2013, su proposta del Consiglio dei Ministri e successivamente con legge n. 31 del 2014, è stata istituita una Commissione per la redazione di un nuovo codice – formata prevalentemente da rappresentanti della CNMV, del Ministero del Tesoro, di Giustizia e dell'Economia, nonché da alcuni esperti (*auditors*, consulenti, studi legali) – con il compito di modificare il Codice, procedere annualmente alla pubblicazione di un *report* sulle quotazioni<sup>244</sup> e raccogliere dati anonimi in forma aggregata, nonché, in appendice, relativi alle singole società.

In Svezia, lo *Swedish Corporate Governance Code*, datato 2004, la cui adozione è richiesta dalla regolamentazione di Borsa, si inserisce in un quadro societario di particolare interesse<sup>245</sup>. Ad occuparsi della revisione e dell'aggiornamento del Codice è lo *Swedish Corporate Governance Board*, istituito nel 2005, uno dei tre organi (lo *Swedish Securities Council*, lo *Swedish Financial Reporting Board* e il *Corporate Governance Board*) che costituiscono la *Association for Generally Accepted Principles in The Securities Market*, a propria volta composta da rappresentanti del settore e dalle dieci *business associations* maggiori. Il comitato, composto da undici membri eletti per un biennio e rileggibili al più per altri due mandati, ha emanato specifiche linee guida sull'applicazione di alcune raccomandazioni: (i) *Instruction 1-2010* rispetto alla *rule 9.8*; (ii) *Instruction 2-2010* rispetto a società straniere; (iii) *Instruction 3-2010* rispetto alla *rule 1.7*; (iv) *Instruction 1-2014* rispetto ai cambiamenti apportati al Codice al fine di promuovere la parità di genere nei Consigli di amministrazione. Il *Board* pubblica le proprie conclusioni in un sintetico *report* annuale che analizza lo stato di attuazione del Codice, fondato sull'analisi svolta dal *Nordic Investor Services*.

---

<sup>244</sup> Nel dicembre 2017, la Commissione ha pubblicato le ultime relazioni annuali 2016 sul governo societario e la remunerazione degli amministratori (disponibili rispettivamente all'indirizzo [www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC\\_2016.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2016.pdf)), ove si evidenzia che il grado di conformità alle raccomandazioni è pari all' 83,9% (+2,1% rispetto al 2015). Il 37,2% delle società (+ 10,2%) ha rispettato il 90% delle raccomandazioni del nuovo Codice; 4 di esse dichiarano di averne ottemperato al 100% (solo 2 nel 2015). Al contrario, 2 società hanno rispettato meno del 50% di tali raccomandazioni.

Tutte le società affermano di seguire la Raccomandazione n. 12 – che auspica il consiglio di amministrazione sia guidato dall' interesse superiore della società – e n. 28, che asserisce che quando i membri del consiglio esprimono preoccupazione in merito a una determinata proposta, senza che sia stata deliberata, essa deve essere iscritta a verbale.

Le raccomandazioni meno seguite sono invece quelle che prevedono la partecipazione in videoconferenza delle assemblee (n. 7), e quelle che prevedono che le società di grandi dimensioni debbano costituire separatamente un comitato per le nomine e un comitato per la remunerazione (n. 48), rispettate nelle percentuali del 32,8% e del 32,4% delle società, valori nettamente inferiori alla media registrata dal Codice.

<sup>245</sup> Ampiamente, G.W. DENT *jr*, *Corporate governance: the Swedish solution*, in *Florida Law Rev.*, 2012, vol. 64, n. 6, 1633, spec. a 1636, ove l'A. rinvia anche a P. LEKVALL, *The Swedish Corporate Governance Model*, in *The Handbook of International Corporate Governance: a Definitive Guide*, Sterling, VA, Londra-Kogan Page, IOD, 2004, 375; R.H. CARLSSON, *Swedish Corporate Governance and Value Creation: Owners Still in the Driver's Seat*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 6, 1039 ss.

*Corporate governance, like most legal regimes, is a cultural phenomenon.  
At the national level, we witness a proliferation of codes of good conduct or good practice  
which, so far, remain a tool of self-regulation, drafted by the very persons that must comply with it.  
In such a context, the Commission has a duty to reflect [...].  
— Veronique Magnier<sup>246</sup>*

## **2.1. Normativa Europea e autodisciplina.**

Venendo infine alle decisioni concertate assunte dagli organi europei<sup>247</sup>, il principio del *comply or explain*, raccomandato dall'*High Level Group of Company Law Experts* nel 2002<sup>248</sup>, ribadito, unitamente all'utilità delle "pratiche comprovate di buon governo societario", nel 2003, con la Comunicazione sulla modernizzazione del diritto societario<sup>249</sup>, è stato formalmente adottato dalla Commissione Europea nel 2006 (Direttiva 2006/46/CE)<sup>250</sup>. Esso è stato poi ripreso nello *Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle*, nel febbraio 2006, nello *UK Stewardship Code* del luglio 2010 e, infine, confermato nello *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper, The EU Corporate Governance Framework* del luglio 2011.

In forza di tale principio si chiarisce così come l'approccio migliore per perfezionare la *governance* societaria sia quello basato sulla *autodisciplina*, sul *comply or explain*.

In altre parole, «[t]he 'comply or explain' principle has become a feature of Europe's approach to corporate governance. (...) The Forum strongly and unanimously supports this approach, which is best suited to take into account the variety of situations of individual companies and fits well with the differences between national legal and governance frameworks. The Forum believes that, when it is effectively implemented, this is a better and more efficient approach than detailed

<sup>246</sup> V. MAGNIER, *Harmonization process for effective corporate governance in the European Union: from a historical perspective to future prospects*, cit., a 96.

<sup>247</sup> Per quanto attiene alle direttive europee, J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., in particolare, 9 ss. e, in generale, sulle tematiche di armonizzazione cfr. L. ENRIQUES, *EC company law directives and regulations: How trivial are they?*, in *U. Penn. J. Int'l Econ. Law*, 2006, vol. 27, n. 1, 1 ss.; L. ENRIQUES, M. GATTI, *The uneasy case for top-down corporate law harmonization in the European Union*, in *U. Penn. J. Int'l Econ. Law*, 2006, vol. 27, n. 4, 939 ss. e L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *J. Econ. Perspectives*, 2007, vol. 21, n. 1, 117 ss.; AA.VV., *European corporate governance: readings and perspectives*, a cura di T. Clarke e J.-F. Chanlat, Oxon, Abingdon - Routledge, New York, 2009; G.H. ROTH, *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*, C.H. Beck, Monaco - Nomos, Baden-Baden, 2013 e C. MALBERTI, *The board of directors after the crisis: the role of risk management in the recent European perspectives of reform*, in *Risques, crise financière et gouvernance: perspectives transatlantiques*, a cura di L. Nurit-Pontier e S. Rousseau, Les Éditions Thémis, Montréal, 2013, 141 ss.

<sup>248</sup> M. BRUNETTA, *Il nuovo Action Plan 2012 sul governo societario: un rinnovato ruolo del socio nella grande società per azioni europea?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 443 ss., spec. 453 ss.

<sup>249</sup> COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea*, COM/2003/0284 def.

<sup>250</sup> R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, cit., 441-442 e nota 16, ove l'A. ricostruisce attentamente – richiamando primari commentari di lingua tedesca – tutti i passaggi che hanno condotto a tale formulazione, dal *comply or disclose* al *comply or explain*; H. HORAK, N. BODIROGA-VUKOBRAT, *EU Member States Experience With the Comply or Explain Principle in Corporate Governance*, in *Croatian Yearbook Eur. Law and Policy*, 2011, vol. 7, 179 ss., spec. a 187; K. SØRENSEN, *Disclosure in EU Corporate Governance-A Remedy in Need of Adjustment?*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, vol. 10, n. 2, a 255.

regulation».

## **2.2. Recenti direttive europee e *comply or explain*.**

### **2.2.1. Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.**

Negli ultimi anni, inoltre, un numero crescente di disposizioni ha interessato le informazioni non finanziarie, riguardanti – tra le altre – questioni ambientali, sociali e di *governance* (ESG)<sup>251</sup>.

Se, da un lato, la SEC ha adottato un approccio particolarmente cauto rispetto alla *ESG disclosure* in ragione della cautela che impongono i costi potenziali che la comunità finanziaria dovrebbe sostenere<sup>252</sup>; dall'altro lato, negli Stati Uniti più dell'80% delle società appartenenti all'indice *Fortune 500* elabora un *report* sulla sostenibilità e le società stanno dedicando un numero sempre crescente di risorse – anche monetarie – a *report* sul tema,<sup>253</sup> benché esse si rivelino largamente insoddisfacenti. Di qui il suggerimento di utilizzare a tal fine proprio un approccio basato sul *comply or explain*,<sup>254</sup> dimostratosi nel tempo idoneo a raccogliere molteplici istanze: dalla *non-financial and diversity information* (2014/95/UE) alla § 1207(12) del *Singapore Exchange* e Ch. 13.91, app. 14, 27 dell'*Hong Kong Stock Exchange* in tema di *ESG disclosure*. Nel sistema statunitense, tale meccanismo risulterebbe sicuramente flessibile, in linea con l'esistente *framework* normativo e con il ruolo primario della SEC, meno costoso del normale *report* secondo un regime obbligatorio<sup>255</sup>,

---

<sup>251</sup> Sull'ampiezza della dimensione ESG, v. CFA INST. CTR. FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Environmental, Social and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors*, 2008, a 2 e HAUSER INSTITUTE FOR CIVIL SOCIETY, *Corporate Social Responsibility Disclosure Efforts by National Governments and Stock Exchanges*, 2015.

<sup>252</sup> SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES INITIATIVE, *Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors*, 2015, consultabile all'indirizzo [sseinitiative.org](http://sseinitiative.org). In letteratura, v. G. FRIEDE *et al.*, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, in *J. Sustainable Finance*, 2015, vol. 5, 210 ss. e V. HARPER HO, *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, in *J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, n. 3, 647 ss., spec. a 665-668.

<sup>253</sup> Un forte impulso in tale direzione è attribuibile, recentemente, a BlackRock (BLACKROCK, *A Sense of Purpose*, 17 gennaio 2018, consultabile all'indirizzo [corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose](http://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose)): «[I]n the current environment, [...] stakeholders are demanding that companies exercise leadership on a broader range of issues. And they are right to: a company's ability to manage environmental, social, and governance matters demonstrates the leadership and good governance that is so essential to sustainable growth, which is why we are increasingly integrating these issues into our investment process.».

<sup>254</sup> «Although Comply or explain is not without criticism, regulators outside the United States have widely embraced comply-or-explain principles as a self-regulatory approach to both corporate governance and ESG transparency. Indeed, several provisions of current US reporting requirements already follow a comply-or-explain approach, offering some precedent for a new model of ESG reporting. [...] The proposal here is not that the SEC should abandon its commitment to a rule-based disclosure system in favor of comply-or-explain disclosure, but instead that the SEC and other commentators have previously expressed about expanding disclosure mandates and about mandatory ESG reporting specifically», così V. HARPER HO, *“Comply or Explain” and the Future of Nonfinancial Reporting*, in *Lewis & Clark Law Rev.*, 2017, vol. 21, n. 2, 317 ss., a 321 e a 340. A tale scritto si rinvia altresì per una dettagliata e schematica analisi della letteratura comparata circa l'efficacia del *comply or explain* a livello nazionale, a 350 ss. (Appendix A).

<sup>255</sup> «Unfortunately, there is no clear evidence from other jurisdictions about the relative costs of firm compliance under comply-or-explain and prescriptive-disclosure models. In part, this is because other capital markets that have adopted nonfinancial disclosure have done so too recently to have generated evidence about

efficiente ed efficace a livello regolamentare, a dispetto di talune innegabili limitazioni<sup>256</sup>.

Nell'ambito europeo, la corrispondente direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto concerne la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni<sup>257</sup> riguarda società che devono avere un minimo di 500 dipendenti e rappresentare enti di interesse pubblico (EIP, ad esempio, società quotate, enti creditizi, compagnie assicurative e altre entità che come tali siano state designate dagli Stati membri).<sup>258</sup> Una svolta significativa, questa, ispirata al principio che collega trasparenza e *performance*,<sup>259</sup> realizzabile concretamente proprio mediante il *comply or explain*<sup>260</sup>, per cui in caso di mancata *disclosure* le imprese avranno l'onere di dichiarare in maniera esaustiva i motivi di tale scelta omissiva. Già in precedenza, in linea con la tendenza fatta propria dalla Commissione nell'Atto per il mercato unico e dalla Comunicazione n. 681/2011 ("Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese") nonché dal Parlamento europeo in materia di responsabilità sociale e crescita sostenibile, in data 9 luglio 2015, sul tema della sostenibilità, era intervenuto anche il Comitato per la *corporate governance* di Borsa italiana, suggerendo alle società quotate dell'indice FTSE-Mib l'opportunità di costituire all'interno del *Board* un comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli *stakeholders*.<sup>261</sup>

---

their cost-effectiveness relative to their impact. However, compliance costs should be lower under comply-or-explain reporting that under a mandatory regime, because firms have the option to deviate from best practices that might be immaterial or may prove inefficient. », V. HARPER HO, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting, *cit.*, 345.

<sup>256</sup> V. HARPER HO, "Comply or Explain" and the Future of Nonfinancial Reporting, *cit.*, 347.

<sup>257</sup> Per un primo commento alla direttiva, v. D.G. SZABÓ, K.E. SØRENSEN, *New EU Directive on the Disclosure of Non-Financial Information (CSR)*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2015, vol. 12, n. 3, 307 ss., spec. a 327 ss., 332.

<sup>258</sup> Ai sensi del Considerando 3 della direttiva la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario è: «... fondamentale per gestire la transizione verso un'economia globale sostenibile coniugando redditività a lungo termine, giustizia sociale e protezione dell'ambiente. In tale contesto, la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario contribuisce a misurare, monitorare e gestire i risultati delle imprese e il relativo impatto sulla società...». Inoltre, «... l'accesso degli investitori alle informazioni di carattere non finanziario è un passo verso il conseguimento dell'obiettivo di creare entro il 2020 incentivi di mercato e incentivi politici che ricompensino gli investimenti in efficienza realizzati dalle imprese nel quadro della tabella di marcia verso un'Europa efficiente nell'impiego delle risorse» (considerando 12). La direttiva si rivolge dunque a circa 18.000 società (delle quali 15.500 di grandi dimensioni), con un notevole incremento rispetto a quelle che nella situazione *ante* direttiva erano regolarmente tenute a tale informativa (COMMISSIONE EUROPEA, *Disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups (proposal to amend Accounting Directives) – FAQ*, Memo/13/336, 16 aprile 2013, punto 8). V. anche COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*, 2017/C 215/0, 5 luglio 2017.

<sup>259</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups (proposal to amend Accounting Directives)*, *cit.*, ove si precisa che la direttiva fissa un principio, lasciando però alle imprese una notevole flessibilità. Non solo: alle società è richiesto di divulgare unicamente le informazioni rilevanti, strumentali, necessarie per comprendere lo sviluppo ed i risultati dell'impresa e, dunque, per la corretta gestione della medesima.

<sup>260</sup> V. ASSONIME, *Gli obblighi di informazione sulle politiche di diversità nella composizione degli organi sociali nelle società quotate*. Circolare n. 5, 16 febbraio 2018, 8-10.

<sup>261</sup> Sul punto, LONDON STOCK EXCHANGE, *Guidance for issuers on the integration of ESG into investor reporting and communication*, 2018, consultabile all'indirizzo

La direttiva promuove la sostenibilità dell'attività d'impresa (*sustainable growth*), la responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società e, in particolare, la tutela dell'ambiente, la promozione delle politiche di diversità, il rispetto dei diritti umani, la lotta contro la corruzione nella relazione sulla gestione o in una relazione distinta. Successivamente, a livello nazionale, è stata promossa una consultazione pubblica in sei punti, sottolineando come la direttiva faccia proprio il *comply or explain* e il divieto di *gold plating*, in forza del quale gli Stati Membri non debbono introdurre in sede di recepimento livelli di regolazione più stringenti rispetto a quelli minimi richiesti, se non a seguito di comprovate esigenze. In ottica comparata, come opportunamente sottolineato nel documento di consultazione Consob<sup>262</sup>, in Francia, ove la normativa in materia è particolarmente avanzata, l'*opinion* dell'OTI (organismo terzo indipendente) è trasmessa all'assemblea contestualmente alla relazione sulla gestione (*Rapport de gestion*). Essa si compone di un'attestazione rispetto al fatto che le informazioni richieste dalla legge siano presenti nella relazione sulla gestione, ovvero che eventuali omissioni siano adeguatamente motivate e l'attendibilità delle informazioni rese sia verificata.

A livello nazionale, il 3 maggio 2016 il MEF ha avviato una pubblica consultazione per l'attuazione della direttiva 2014/95/UE e, successivamente, Consob ha posto in consultazione le disposizioni attuative del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relativo alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità. In particolare, gli enti di interesse pubblico che superino determinate soglie dimensionali e di numero di dipendenti debbono pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario ("DNF"), che contenga informazioni in materia ambientale e sociale, nonché attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività. La dichiarazione può essere resa nella relazione annuale sulla gestione, oppure in una relazione distinta. Mentre per le società quotate la DNF costituisce parte integrante dell'informativa pre-assembleare, da pubblicarsi almeno 21 giorni prima dell'assemblea chiamata a discutere e approvare il bilancio, per le società non quotate la pubblicazione è contestuale al deposito presso il Registro delle Imprese unitamente al deposito della relazione sulla gestione ed è quindi successiva all'approvazione del bilancio da parte dell'assemblea.

In linea con il principio del *comply or explain*, enunciato dalla direttiva in parola e ritenuto idoneo anche nel recente studio OCSE<sup>263</sup>, l'art. 3, comma 6, del Decreto – secondo cui «gli enti di interesse pubblico soggetti all'obbligo di redigere la DNF, che non praticano politiche in relazione a uno o più degli ambiti di cui al comma 1, forniscono all'interno della medesima dichiarazione, per ciascuno di tali ambiti, le motivazioni di tale scelta, indicandone le ragioni in maniera chiara e articolata»<sup>264</sup> – prevede che qualora l'ente di interesse pubblico rilevante non adotti specifiche

---

[www.lseg.com/sites/default/files/content/images/Green\\_Finance/ESG/2018/February/LSEG\\_ESG\\_report\\_January\\_2018.pdf](http://www.lseg.com/sites/default/files/content/images/Green_Finance/ESG/2018/February/LSEG_ESG_report_January_2018.pdf), a 35, ove efficace è la panoramica normativa con riguardo ad Italia, Regno Unito ed Unione Europea.

<sup>262</sup> CONSOB, *Disposizioni attuative del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relative alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. Documento di consultazione*, 21 luglio 2017, a 12 e nota 13.

<sup>263</sup> Detto studio sottolinea la particolare idoneità del *comply or explain* nel valorizzare flessibilità e proporzionalità, criteri essenziali per uno sviluppo equilibrato della *corporate governance* (OECD, *Proportionality and Flexibility in Corporate Governance*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo [biac.org/wp-content/uploads/2017/04/FIN-2017-03-20-Proportionality-Flexibility2.pdf](http://biac.org/wp-content/uploads/2017/04/FIN-2017-03-20-Proportionality-Flexibility2.pdf), pure citato in COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 20-22).

<sup>264</sup> «A bilanciare gli esiti dell'analisi di materialità si pone il principio del *comply or explain* che impone obblighi informativi rispetto alle scelte effettuate di non fornire determinate informazioni. La disciplina in materia di

politiche in relazione ad una delle tematiche socio-ambientali di rilievo, nella DNF dovranno essere indicate, per ciascuno degli ambiti, le motivazioni di tale scelta in maniera chiara e articolata. Anche nell'ambito della disciplina sulla rendicontazione non finanziaria, i compiti di vigilanza del collegio sindacale consistono nel vigilare sul rispetto delle disposizioni di legge previste in materia (ad esempio, modalità e tempistiche di pubblicazione della DNF, ambito oggettivo e soggettivo di applicazione, rispetto del principio *comply or explain* in tema di politiche attuate) nonché sull'adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e di rendicontazione e controllo predisposto dall'ente di interesse pubblico rilevante al fine di consentire una corretta e completa rappresentazione nella DNF dell'attività di impresa, dei suoi risultati e dei suoi impatti con riguardo ai temi di natura non finanziaria richiamati dall'art. 3, comma 1, del decreto (ambientali, sociali, ...).

Ad oggi, interessa senza dubbio l'esperienza in tema di *non-financial disclosure* (rispetto a questioni occorse nel 2016) delle società quotate sul Ftse Mib. Esse infatti hanno pubblicato un *sustainability report* ovvero un *integrated report*, benché con differenti livelli di dettaglio, in ben 26 casi su 33<sup>265</sup>. È facile prevedere che la questione sarà oggetto di ulteriore trattazione negli anni a venire con inevitabili, significative ricadute in tema di autodisciplina.

### **2.2.2. Shareholders' Rights Directive II.**

La direttiva UE 2017/828, che modifica la direttiva 2007/36/CE riguardante l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti nelle società quotate, è stata pubblicata il 17 maggio 2017 e deve essere recepita da ciascuno Stato Membro entro il 10 giugno 2019. Un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario costituisce una delle leve che possono contribuire a migliorare le prestazioni finanziarie e non delle società, in particolare intervenendo su esercizio dei diritti degli azionisti, regolamentazione degli investitori istituzionali, consulenti di voto, rapporti con parti correlate, politiche retributive.

Gli investitori istituzionali e i gestori patrimoniali devono sviluppare e divulgare pubblicamente una politica di *engagement* che descriva come essi integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento, comprendendo informazioni sulle modalità di esercizio dei diritti di voto connessi alle azioni o sulla gestione dei potenziali conflitti di interesse in relazione all'incarico. La maggior parte degli obblighi si basa sul principio *comply or explain*, che richiede di rendere pubbliche determinate informazioni, quali la strategia d'investimento perseguita, gli accordi tra investitori istituzionali e gestori patrimoniali o il codice di condotta dei consulenti delegati. Da questo punto di vista perfetto è l'allineamento alla prima forma di regolamentazione dedicata agli investitori istituzionali (ma estensivamente applicata anche ai *proxy advisor*), allo *Stewardship Code* britannico, anch'esso operante in base al *comply or explain*. Pur essendo infatti evidente la matrice statunitense nella trasparenza informativa richiesta dalla Direttiva (artt. 3-*octies* e 3-*nonies*), la disciplina europea si contraddistingue proprio per l'essere fondata sul *comply or explain* (art. 3-*octies*, par. 1)<sup>266</sup>.

A valle della direttiva, dunque, le regole di trasparenza dei *proxy advisor* opereranno su un doppio binario. «Mentre si è inteso non disconoscere gli sforzi di autoregolazione compiuti, la cui

---

*comply or explain* contenuta nello schema di decreto non appare perfettamente allineata a questa impostazione, limitando l'obbligo di *comply or explain* al caso che l'impresa non pratici politiche in relazione a uno o più degli ambiti rilevanti». (ASSONIME, *Osservazioni allo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva 2014/95/EU in materia di informazioni non finanziarie e informazioni sulla diversità*, 2016, n. 15, a 7).

<sup>265</sup> CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 38-42, spec. fig. 5.1 e 5.2.

<sup>266</sup> G. BALP, *I consulenti di voto*, Egea, Milano, 2017, 246.

rilevanza anzi si valorizza (e la cui valenza si rafforza) rendendo l'adesione a codici di condotta oggetto di una norma di *comply or explain* istitutiva di un vero e proprio obbligo di comunicazione al pubblico, parallelamente si dispongono concorrenti obblighi legali di *disclosure* applicabili a qualunque operatore indipendentemente dalla sua adesione all'autoregolamentazione. In questo assetto di disciplina sembra trasparire un atteggiamento di limitata fiducia tanto nei codici di condotta quanto nella capacità della stessa regola (legale) di *comply or explain* a determinare un efficace, o quanto meno sufficientemente ampio (in termini soggettivi), effetto di disciplina dei profili problematici dell'attività di *proxy advisory*»<sup>267</sup>.

Il doppio binario di cui si è detto evidenzia però talune criticità soprattutto quando il confine tra autodisciplina e informazione minima obbligatoria sono labili.

Essendo infatti funzione tipica del *comply or explain* quella di indurre i destinatari a prendere posizione rispetto a specifici temi, in modo trasparente e per lo più coerente con le dichiarazioni di *compliance*, la mancata *disclosure* o la non conforme condotta rilevarebbero «ai fini di sanzioni anzitutto da parte del mercato sul versante reputazionale e, almeno in linea teorica, di un'eventuale decisione di revoca (per giusta causa) dei componenti degli organi di amministrazione e controllo nonché di esercizio di un'azione sociale di responsabilità nei loro confronti». Mentre, di regola, il *comply or explain* non si sovrappone rispetto al contenuto delle previsioni di legge, e dunque la configurazione di una disciplina operante su un doppio livello possa sembrare “eccentric[a]”, occorre però riconoscere che esso non sarebbe soddisfacente se considerato isolatamente e risulterebbe sicuramente rafforzato da una più radicale supervisione ad opera dell'ESMA o quantomeno da parte di un organo privato, prudente e indipendente. Il ruolo dell'ESMA potrebbe essere svolto adeguando però l'art. 149, comma primo, lett. *c-bis*), TUF, da una società di *proxy advisory* capace di verificare efficacemente l'adempimento dell'obbligo di *comply or explain* e il merito delle dichiarazioni fornite.<sup>268</sup>

---

<sup>267</sup> G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 260.

<sup>268</sup> Ampiamente, G. BALP, *I consulenti di voto*, cit., 260 ss.

### 2.3. ESMA ed EBA: una *soft law* per le società bancarie?

Si ritiene altresì opportuno – visto il rilievo, l'utilità e gli spunti numerosi<sup>269</sup> che da sempre lo studio dei principi relativi alle società quotate riveste quand'essi vengono applicati al sistema bancario<sup>270</sup> – fare riferimento, all'interno della trattazione del “profilo europeo”, alle *Guidelines* in tema di *fit and proper* elaborate dalle Autorità europee che si occupano di supervisione nel settore dei mercati finanziari e bancario rispetto alle linee guida di valutazione sulla *suitability* dei membri degli organi di amministrazione e (almeno parzialmente) di controllo, anche alla luce della direttiva 2013/36/EU e 2014/65/EU, oggetto prima del *Consultation Paper* ESMA-EBA<sup>271</sup> poi del *Final Report*, pubblicato il 26 settembre 2017.<sup>272</sup> Secondo una direzione opposta alla auspicata valorizzazione dell'autodisciplina e dell'autonomia, le Autorità europee propongono di articolare i requisiti – che i consiglieri di amministrazione e i membri del *supervisory board*<sup>273</sup>, così come il *key management*, debbono rispettare tanto singolarmente quanto collegialmente – in sei macro-categorie e, precisamente, in: (i) *time commitment*, (ii) *number of directorships*, (iii) *knowledge, skills, experience*, (iv) *reputation, honesty and integrity*, (v) *independence of mind*, (vi) *diversity*<sup>274</sup>.

Il documento<sup>275</sup> però – è opportuno premetterlo – non è composto di *rules* intese *stricto sensu*<sup>276</sup>, così ponendo una ulteriore questione relativa alla loro applicabilità, al loro *enforcement*. Un

<sup>269</sup> In tal senso si è espressa dottrina maggioritaria, a partire da G. FERRI sr, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'impresa bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1975, I, 1 ss. e in *Scritti giuridici*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, vol. II, 1990, 611 ss. Concordi sul punto anche C. ANGELICI, *Introduzione*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2016, 758 ss.; G. GUIZZI, *Interesse sociale e governance bancaria*, ivi, 786 ss. e G. FERRI jr, *La posizione dei soci di società bancaria*, ivi, 806 ss. *Contra*, P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, I, 707 ss. Analitico, sebbene maggiormente incline ad adottare la prima delle posizioni, F. VELLA, *La “qualità” del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, a cura di V. Calandra Buonauro et al., Giuffrè, Milano, 2014, 7 ss.

<sup>270</sup> Per tutti, G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss. e P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 707 ss. Sul rilievo crescente della materia della *governance* bancaria, soprattutto nell'ultimo decennio, A. MIRONE, *Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa società*, 2017, 33 ss., il quale pone però in evidenza i “significativi correttivi” che le specialità del settore impongono rispetto al diritto societario generale.

<sup>271</sup> ESMA-EBA, *Consultation Paper. Joint Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*, 31 ottobre 2016.

<sup>272</sup> ESMA-EBA, *Final Report. Joint ESMA and EBA Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*, 26 settembre 2017.

<sup>273</sup> Si preferisce, in questa sede, non tradurre il concetto con collegio sindacale, in quanto i due organi svolgono funzioni non perfettamente sovrapponibili, ed il collegio sindacale svolge funzioni che vanno ben oltre un controllo squisitamente formale.

<sup>274</sup> Quest'ultimo requisito deve essere considerato con riferimento soltanto alla globalità dell'organo consiliare.

<sup>275</sup> Solo a titolo di esempio, sia consentito richiamare come essi siano estremamente ampi (se non vaghi) e, dunque, discrezionali, nonché come, onde valutare l'integrità di un consigliere, si debba tenere conto di «any evidence that the person has not been transparent, open and cooperative in his or her dealings with competent authorities». In argomento, anche M. VENTORUZZO, *Morale rigida per il perfetto amministratore di banca*, in *Lavoce*, 17 gennaio 2017.

<sup>276</sup> Sul punto, v. la risposta alla consultazione sopra citata da parte dell'Osservatorio di diritto europeo dell'Università Bocconi che precisa come la distinzione tra i concetti *rules* e *standards* non sia netta, ma costituisca uno sfumato *continuum* e come una combinazione dei due elementi, nella maggior parte dei casi, costituisca elemento essenziale per una efficiente regolamentazione.

elemento, questo, che approssima moltissimo le *Guidelines* all'autodisciplina. Peraltro, stante il fatto che la *compliance* rispetto ai temi posti nel documento risulta particolarmente difficile e gravosa anche sotto il profilo materiale, considerare tali *standards* quali *best practices* permetterebbe alle società di ricorrere al più flessibile meccanismo del *comply or explain* e, così, di beneficiare di una disciplina meno onerosa.<sup>277</sup>

Tra le questioni affrontate dal testo<sup>278</sup>, cui guardare con spirito costruttivamente critico, anche in ragione della presenza di previsioni talora estremamente dettagliate, talora eccessivamente vaghe, assumono particolare rilievo, stante la continuità rispetto ai concetti che si affronteranno *infra* (requisito di indipendenza di alcuni consiglieri nella formazione delle liste), il requisito di onorabilità (paragrafo 8, del *Final Report*) e il concetto di “*independence of mind*” (paragrafo 10, punto 75, della consultazione e paragrafo 9, spec. punto 82, del *Final Report*).

Quanto al primo, esso deve essere valutato sulla base di condanne anche non definitive, oppure di procedimenti/indagini in corso. Si pongono così non irrilevanti questioni problematiche rispetto al nostro Paese, ove le sanzioni penali sono particolarmente invasive e ove vige il principio della obbligatorietà dell'azione penale nel momento in cui giunge la notizia di reato.

Quanto al secondo, *prima facie*, lo stesso non può essere considerato *sinonimo* di “indipendenza” vera e propria, in quanto quest'ultima rappresenta una qualifica formale, conseguente al rispetto di criteri chiari e predeterminati, tra cui l'assenza di relazioni presenti o passate con *management*, amministratori, *top executives* od altri soggetti che possano influenzare in senso negativo o ingenerare dubbi rispetto alla loro inclinazione. Ad una analisi più attenta, con “*independence of mind*” si intende una qualsiasi attitudine personale a mantenere un comportamento “incondizionato”, non influenzato da circostanze particolari, aventi ad esempio carattere personale od economico.

Siffatta indipendenza può trovare riscontro nelle espressioni determinate e sicure di alcuni membri all'interno dell'organo consiliare, nonché nelle manifestazioni di aperto e chiaro

---

<sup>277</sup> Essenziale, sul punto, è porre mente alla collocazione che gli orientamenti (*guidelines*) e le raccomandazioni che l'EBA, emanate su iniziativa propria ovvero sulla delega di livello 1, assumono «tra le fonti del diritto europeo e la connessa possibilità che diano luogo a pretese giuridiche soggettive direttamente azionabili». In tal senso, «la decisione 24 giugno 2013 della Commissione di ricorso delle tre Autorità Europee di Vigilanza [...] riconosce il valore che le [*guidelines*] assumono ai fini dell'interpretazione dell'ordinamento nazionale nel momento in cui l'Autorità di vigilanza cui sono rivolte manifesti esplicitamente la sua volontà di conformarsi ad esse, secondo il noto meccanismo del *comply or explain* che caratterizza le [*guidelines*] ai sensi dell'art. 16 del Regolamento EBA. A ben vedere tuttavia le [*guidelines*] dell'EBA non possono essere collocate nell'alveo del meccanismo *comply or explain* nel senso in cui quest'ultimo è comunemente inteso nell'autoregolamentazione. Nel caso delle [*guidelines*] dell'EBA la scelta tra *comply* o *explain* non è arbitraria: l'art. 16, comma 3, del Regolamento EBA recita: “le autorità e gli istituti finanziari competenti compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti e alle raccomandazioni” dell'EBA. *Non si tratta dunque di un arbitrario comply or explain, ma di un onere di adeguamento salvo giustificata motivazione*. Se questa lettura è corretta, si può allora prospettare che le [*guidelines*] mantengano quell'efficacia interpretativa cui la decisione della Commissione di ricorso faceva riferimento anche nei casi in cui la scelta dell'Autorità di vigilanza di *non conformarsi alle [*guidelines*] non sia giustificata ovvero sia motivata da ragioni arbitrarie*», S. CAPPIELLO, *Le nuove fonti del diritto bancario europeo e il ruolo della European Banking Authority*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 69 ss., par. 3.2 (corsivo aggiunto).

<sup>278</sup> In relazione al documento di consultazione si è espresso, in dottrina, R. LENER (*Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, cit., a 13), osservando come «oltre alla legge e all'autodisciplina ci si [debba] preparare a recepire le indicazioni dei regolatori europei. Una (etero)disciplina aggiuntiva che ha i migliori propositi, ma che certo non semplifica applicazione e interpretazione delle norme» (corsivo aggiunto).

dissenso<sup>279</sup>, in altre parole «[a]ll members of the management body should engage actively in their duties and should be able to make their own sound, objective and independent decisions and judgements when performing their functions and responsibilities» (paragrafo 80, corsivo aggiunto). Non solo, essa si concretizza in indipendenza, ad esempio, rispetto a interessi economici, professionali, con azionisti di rilievo, nonché a qualsivoglia influenza o relazione politica (v. paragrafo 10, punto 77, lett. f), della consultazione e paragrafo 9, punto 84, lett. g), del *Final Report*).

#### **2.4. Convergenza (im)possibile?**

Tra i Codici delle varie nazioni europee è stata ipotizzata più d'una tassonomia. Tra le più convincenti vi è però sicuramente quella che distingue i Codici prodotti da iniziative private, solitamente frutto delle scelte di accademici o di organizzazioni di primaria importanza; i Codici che presentano una correlazione diretta con il mercato azionario, fortemente voluti dalle Borse valori nazionali; i Codici che sono relati ad autorità pubbliche quali i Ministeri o Commissioni ministeriali; i Codici che sono invece riferibili direttamente alla legislazione, dove è il codice di commercio a contenere un riferimento espresso ad essi<sup>280</sup>.

Al fine di comprendere se il fatto che i Codici abbiano origini differenti generi *best practices* contenutisticamente riunibili all'interno di un unico *corpus* normativo o meno, alcuni autori hanno selezionato il Codice inglese, tedesco, spagnolo e svedese e rapportato le loro previsioni alle divergenze tra i sistemi istituzionali dei singoli Paesi<sup>281</sup>. In relazione ad essi, mentre le raccomandazioni circa l'applicazione del *comply or explain*, la dimensione del Consiglio, il numero di adunanze, l'età del Presidente e del CEO, la retribuzione e i *report* sul governo societario<sup>282</sup> risultano tra loro allineate, non si rivelano tali quelle riguardanti doveri di lealtà, doveri di diligenza, conflitti di interesse, composizione del Consiglio di amministrazione, indipendenza, limiti di mandato per gli amministratori, comitato nomine (di cui si sottolinea la necessità e l'importanza di un maggiore coinvolgimento<sup>283</sup>), comitato remunerazioni<sup>284</sup>, comitato per il

<sup>279</sup> Per una disamina empirica, v. P. MARCHETTI, G. SICILIANO, M. VENTORUZZO, *Dissenting Directors*, *ECGI Law Working Paper n. 332*, 2016, in *Eur. Bus. Org. Rev.*, 2017, vol. 18, n. 4, 659 ss.

<sup>280</sup> E. WYMEERSCH, *How can Corporate Governance Codes be implemented?*, in *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, a cura di G. Ferrarini ed E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford, 2006, 145 ss.

<sup>281</sup> M. GRAHOVAR, M. ÅKESSON, *A Common Corporate Governance Code - Mission Impossible?*, tesi di dottorato discussa presso la *Högskolan Kristianstad, Institutionen för ekonomi*, Uppsala, 2005.

<sup>282</sup> M. GRAHOVAR, M. ÅKESSON, *op. cit.*, figura 8:2.

<sup>283</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del Consiglio di amministrazione: autovalutazione, piani di successione, composizione e nomina*, Intervento in occasione del convegno in tema di "Corporate Governance delle società quotate italiane" tenutosi a Milano il 17 febbraio 2017.

<sup>284</sup> Sui comitati, in generale, v. COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 50-54 (il comitato nomine è costituito da 118 su 199 società aderenti al codice e in ben 77 casi è unificato con il comitato per le remunerazioni, dunque il Comitato evidenzia "il costante e basso livello di adesione alla raccomandazione sull'istituzione di un comitato per le nomine, chiamato a svolgere un'importante funzione consultiva e di supporto al consiglio di amministrazione, anche a prescindere dalle caratteristiche dell'impresa e della sua struttura proprietaria" e "l'opportunità di rendere conto separatamente delle attività svolte", spec. a 52); CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 20-21 (tabelle 2.7-2.10); ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 40-56; SPENCER STUART, *Osservatorio sui Consigli di Amministrazione delle società quotate italiane*. Italy

controllo<sup>285</sup> e assemblea<sup>286</sup>.

Quanto asserito trova conforto nell'operato dell'*High Level Group of Company Law Experts*, che già nel 2002 aveva indagato la possibilità di creare un unico codice a livello europeo, concludendo nel senso dell'impossibilità di realizzare un Codice di Autodisciplina condiviso senza incidere i tratti essenziali del diritto societario, rispetto al quale ampie sono le divergenze di disciplina tra gli Stati membri. Invero, molte raccomandazioni qualificate come *best practices* sono basate sui sistemi istituzionali di ciascun Paese e sarebbero pertanto difficilmente conciliabili in relazione a sistemi diversi, non rendendo dunque possibile una perfetta armonizzazione normativa<sup>287</sup>, auspicata dalle multinazionali quotate. Non solo: confrontando dette raccomandazioni con le priorità evidenziate dalla Commissione Europea, anche al fine di modernizzare e rafforzare la *governance* nell'Unione, appare evidente come detti principi non siano allineati e come i singoli sistemi istituzionali nazionali rivestano ancor oggi un ruolo di primo piano nel diritto societario<sup>288</sup>. Pertanto, sebbene emersa nel 2002, durante il Consiglio di Oviedo, l'ipotesi di definizione di un codice europeo è stata abbandonata, in favore di una (parimenti capillare) circolazione del modello di cui si discute, a propria volta foriero di una sostanziale armonizzazione dei contenuti e delle metodologie di regolazione.

Ebbene, dette considerazioni sulla convergenza confermano, per un verso, come essa non abbia condotto a regole identiche nei vari Stati oggetto d'esame<sup>289</sup>, e, per altro verso, come il potenziale dei sistemi di *soft law* non sia immune dal *modus cogendi* di un Paese e dai suoi orientamenti politici. Individuare una convergenza tra organi e tra sistemi non solo riflette

---

Board Index, 2016, 40 e M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, cit., 152 ss. Il comitato per le remunerazioni ha invece il potere di monitorare l'equilibrio e la concreta applicazione delle politiche di remunerazione e, più specificamente, di avanzare proposte in caso di assunzione di amministratori esecutivi con funzione istruttoria, così costituendo la base della formazione delle differenti relazioni all'assemblea in merito alla struttura annuale (cfr. sul piano normativo e dottrinale, rispettivamente, art. 6.C.5, Codice Preda e P. MARCHETTINI, *Le remunerazioni del "top management" in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenza*, in *Analisi giur. econ.*, 2014, 519 ss., spec. paragrafo 4.1, nonché ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. Note e studi 2/2018, febbraio 2018, 57-99). Per una prospettiva internazionale circa i comitati in generale e, nello specifico, circa quelli per le remunerazioni, D.F. LARCKER, B. TAYAN, C. ZHU, *A Meeting of the Minds: How Do Companies Distribute Knowledge and Workload Across Board Committees?*, in *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 15-6*, 2014.

<sup>285</sup> Opportunamente, tratta i confini tematici tra comitato per il controllo e collegio sindacale V. CALANDRA BUONAUORA, *Il sistema dei controlli nelle società quotate*, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, cit., 35 ss.

<sup>286</sup> M. GRAHOVAR, M. ÅKESSON, *op. cit.*, figura 8:1.

<sup>287</sup> «Corporate governance standards must in effect be homogeneous in order to usefully inform shareholders of their implementation. The readability of declarations and their comparison with other companies are indispensable to a disclosure which, without these preconditions, would be purely formal. Thus, the choice of a single code of governance (as opposed to the possibility of referring to several codes as in France, at least legally) is a precondition for an in-depth study, including comparisons, of the information provided by companies», V. MAGNIER, *Harmonization Process for Effective Corporate Governance in the European Union: From a Historical Perspective to Future Prospects*, cit., 113 s.

<sup>288</sup> N. HERMES, T.J.B.M. POSTMA, O. ZIVKOV, *Corporate governance codes in the European Union: Are they driven by external or domestic forces?*, in *International J. Managerial Finance*, 2006, vol. 2, n. 4, 280 ss.

<sup>289</sup> Il rilievo è frutto di una valutazione quantitativa condotta in M. SIEMS, D. CABRELLI, *Form, Style and Substance in Comparative Company Law*, cit., 370 s., rispetto alla quale sono rielaborati mediante il programma *SplitsTree* i c.d. "phylogenetic networks" e viene ricostruito il c.d. "neighbour network", basato sulla somiglianza delle norme legali (figura 1, a 371).

l'esistenza ed il ruolo attivo dei Codici di Autodisciplina, ma ne prova anche la reale europeizzazione<sup>290</sup>.

Di seguito verranno tratteggiati i caratteri principali dei differenti Codici nazionali<sup>291</sup>, con particolare attenzione per la gradualità con cui essi hanno affrontato temi posti dalla prassi, al fine di sottolineare l'estrema attualità dell'autodisciplina e la concreta modalità con cui il concetto di *comply and explain* è stato declinato.

---

<sup>290</sup> I. FERRERO-FERRERO, R. ACKRILL, *op. loc. cit.* Sul punto, recentissimamente, anche J.N. GORDON, *Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance. Columbia Law and Economics Working Paper No. 574*, 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3037113](https://ssrn.com/abstract=3037113) (da cui si cita) e in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 2, in corso di pubblicazione: «[t]he relative lack of convergence within the EU is less because of the efficiencies of local regimes and more because of the desire of Member States to throw sand-in-the-gears of economic and political integration by impeding the growth of trans-EU firms» (corsivi aggiunti).

<sup>291</sup> Per i più recenti aggiornamenti compiuti dai codici europei, sia consentito rinviare all'utile sintesi in COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 9-14.

*It all started innocuously enough:  
an industry committee struck in the wake of a spate of corporate scandals.  
But even before the final report appeared,  
it had captured public attention in the United Kingdom,  
much to the astonishment of its authors.  
— Cally Jordan*

#### **2.4.1. Regno Unito: culla dell'autodisciplina.**

«Vi sono delle branche del moderno diritto inglese che non possono essere esattamente comprese senza un riferimento al loro *background* storico, e fra queste va sicuramente annoverato il diritto delle società: anzi, di tutti i rami del diritto è forse quello meno facilmente comprensibile se non si tiene conto del suo sviluppo storico»<sup>292</sup>. In tale ottica, si è dunque inteso ricercare esempi di regimi di autoregolamentazione di successo che disciplinino parti significative della attività societaria e che non abbiano alcun collegamento formale con lo Stato. Sebbene rari, gli esempi più rilevanti sono costituiti da *Takeover Code* e *Takeover Panel* del Regno Unito, che hanno affrontato argomenti quali il numero di amministratori non esecutivi<sup>293</sup>, il loro ruolo e l'indipendenza di gestione, la struttura dei comitati, la retribuzione, i controlli interni. Nella maggior parte dei casi, è difficile descrivere questi meccanismi di *comply or explain* e spiegare i Codici come prodotti della autoregolamentazione. Nonostante, infatti, le regole in essi contenute siano tipicamente il risultato delle posizioni di rappresentanti degli operatori di mercato, tali commissioni sono state invariabilmente formate da membri dello (o comunque collegati/nominati allo) Stato, il quale ha voce in capitolo sugli argomenti trattati. Questi Codici (neoliberali<sup>294</sup>) costituiscono dunque archetipi di regolazione controllata del mercato, in cui lo Stato cerca di raggiungere il suo obiettivo cooptando gli attori del mercato stesso onde formare, adattare, aggiornare le regole, assumendo così il rischio che il controllo di queste possa generare distorsioni a favore proprio degli operatori di mercato<sup>295</sup>.

---

<sup>292</sup> A. MIGNOLI, *Evoluzione della «company» inglese*, in *Lecture per un corso di diritto commerciale comparato. Estratto per gli studenti*, a cura di T. Ascarelli e A. Mignoli, con presentazione di G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2007, 178 e nota 5, ove l'A. rinvia a L.C.B. GOWER, *The Principles of Modern Company Law*, Londra, 1957, 21 e VII.

<sup>293</sup> La dibattuta definizione del concetto ha condotto a definirli *per differenza* rispetto agli amministratori esecutivi, per questi si rinvia, da ultimo, a F. BONELLI, *Gli amministratori di spa a dieci anni dalla riforma del 2003*, in AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, a cura di M. Vietti, Utet, Torino, 2014, 149 ss. Il Codice di Autodisciplina italiano (2.C.1) qualifica come esecutivi gli amministratori che non siano dipendenti dell'emittente, dotati di "deleghe individuali di gestione" e di uno specifico ruolo nell'elaborazione delle strategie aziendali.

<sup>294</sup> L. TALBOT, *op. cit.*, 145 ss., 153 ss.

<sup>295</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, *cit.*, 29 s. Ampiamente, ed unitamente ad una contestualizzata ricostruzione, v. J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. cit.*, 200 ss., e notazione bibliografica ivi riportata.

#### 2.4.1.1. *Struttura e linee evolutive.*

Il Codice di Autodisciplina inglese<sup>296</sup> si compone di *main principles* (o MP), *supporting principles* (o SP) – cumulativamente: *principles* – che costituiscono l'essenza del Codice, e le modalità con cui essi sono applicati dovrebbero rappresentare il punto centrale di interesse del *Board*, onde individuare le modalità di comportamento più adatte da parte del *Board* medesimo<sup>297</sup>.

Primo ad essere strutturato mediante il meccanismo *comply and explain*, esso costituisce il prodotto delle accurate analisi condotte da Cadbury sugli aspetti finanziari della *corporate governance*: «at the beginning of the 1990s, the British corporate governance system was hit by a 'credibility crisis'. The City, in particular accountants, investor institutions and the stock exchange, demanded improvements in the regulatory framework and audit quality in order to re-establish market confidence and attract investment, both from within the UK as well as overseas»<sup>298</sup>. A prescindere dai reali risultati di detto progetto, come rilevato dallo stesso Cadbury, un progresso reale si era compiuto nell'innalzare gli *standard* del governo societario<sup>299</sup>: la "route map" era tracciata<sup>300</sup>. Similmente a quanto accaduto per il *Takeover Code* e *Takeover Panel*, esso costituisce il prodotto dell'agire di una Commissione frutto dell'intersezione tra una corrente legata allo Stato britannico ed una legata ad un organo quasi statale quale il *Financial Reporting Council*<sup>301</sup>, il risultato di una pressione fortissima generata dall'indignazione pubblica in relazione a scandali contabili e societari<sup>302</sup>. In senso conforme alle regole di quotazione elaborate dall'*FCA* (già *FSA*, *Financial*

<sup>296</sup> J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 116 ss.

<sup>297</sup> B. HANNIGAN, *op. cit.*, 109.

<sup>298</sup> S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *op. cit.*, a 319. V. anche E. WYMEERSCH, *A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States*, in AA.VV., *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and Emerging Research*, a cura di K.J. Hopt et al., Clarendon Press, Oxford, 1998, 1045 ss., spec. a 1072 e L. TALBOT, *op. cit.*, 154, ove l'A. riferisce che la Commissione chiamata a redigere il *Cadbury Report* sia stata mossa da fallimenti societari, quali quelli di *Polly Peck Plc*, e dall'appropriazione indebita dei fondi pensione del *Mirror Group* da parte del CEO, Robert Maxwell (cfr., sul punto, AA.VV., *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective*, a cura di R. Frederikslust et al., Routledge, Londra, 2008, 348). Per una panoramica della situazione antecedente, v. L.F. SPIRA, J. SLINN, *op. cit.*, cap. 2.

<sup>299</sup> «Real progress in raising governance standards is being made», così COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *Compliance with the Code of Best Practice*, 8 e, nello stesso senso, COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE, presieduto da Ronald Hampel, *Report*, a 8 («[it] stuck a chord in many overseas countries; it has provided a yeadstick against which standards of corporate governance in other markets are being measured») e P. BÖCKLI, *Switzerland*, in *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations: a Comparative Approach*, a cura di A.R. Pinto e G. Visentini, Kluwer Law International, The Hague-Boston, 1998, a 198 («it is hard to imagine today how any discussion of Corporate Governance could by-pass the Cadbury Report and the corresponding Code of Best Practice»).

<sup>300</sup> L'espressione è mutuata da R. CARR, *Adherence to the Spirit*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, cit.: «[t]he depth of compliance and quality of explanation are the milestones of effectiveness», a 16.

<sup>301</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 26 e note 110-111.

<sup>302</sup> Accade spesso, ed è questa la prima sede in cui ciò verrà ricordato nel presente lavoro, che siano proprio fenomeni tanto evidenti e forti a generare una regolamentazione significativamente rinnovata. Come riscontrato anche di recente, mentre ragioni di interesse pubblico richiederebbero che una regolamentazione "efficace" mitigasse *ex ante* i conflitti di agenzia, evitando comportamenti societari scorretti o correggendone rapidamente gli effetti, i regolatori risultano spesso catturati, disinformati, meno efficaci. Alla luce di una serie storica di scandali societari e regolamenti occorsi in 26 Paesi dal 1800 al 2015, l'analisi delle relazioni *lead-lag* compiuta in L. HAIL, A. TAHOUN, C. WANG, *Corporate Scandals and Regulation*, in *J. Acct. Research*, 2018, in corso di

*Services Authority*), le società quotate debbono fornire dichiarazione nelle loro relazioni annuali circa l'adozione del codice o meno, nonché esplicitare la loro conformità rispetto alle disposizioni del Codice ovvero spiegare le ragioni per cui non si adeguano alle medesime. Pur tuttavia, rileva come: (i) le norme FCA non precisino modalità e livello di dettaglio con cui le spiegazioni circa la non conformità debbono essere redatte e (ii) l'autorità del *Financial Reporting Council* non abbia poteri sanzionatori né, ad ora, abbia mai esercitato la propria facoltà di richiedere spiegazioni maggiormente dettagliate.

L'aspettativa del lettore dinanzi al concetto di *comply or explain* è sicuramente bassa: si tende invero a pensare che detto principio porti a trascurare il contenuto delle raccomandazioni.

Al contrario, essendo richiesto nel Regolamento di Borsa FCA di dare evidenza di eventuali situazioni in cui non sia possibile rispettare la *compliance*, nonché di eventuali ragioni o rischi associati a deviazioni rispetto al contenuto del codice, a livello globale si è verificato sia un incremento nella produzione di detti Codici, pure in ragione dei fallimenti di società quali *Enron*, *WorldCom* e *Tyco*<sup>303</sup>, sia un alto livello di conformità, soprattutto tra le società quotate, ed un costante incremento nella cura con cui le disposizioni sono redatte. In corrispondenza dei casi di mancato rispetto delle norme, la spiegazione palesa sempre particolare brevità, carattere standardizzato e non informativo rispetto alle scelte compiute<sup>304</sup>. Pertanto, visto anche il successo della disposizione nel Regno Unito, il Codice civile olandese e l'*Austrian Business Code Amendment Act* del 2008 hanno gradualmente introdotto l'obbligo di *comply or explain* per le quotate.

Non si deve, tuttavia, frettolosamente concludere che dal *comply or explain* debba sempre conseguire una efficace *governance*. Codici quali quello austriaco o tedesco sottolineano come le loro disposizioni replichino anche norme codicistiche o principi OCSE e, dunque, l'inserimento di talune disposizioni è maggiormente relato a quelle richieste rispetto a quanto previsto dal Codice di Autodisciplina.

Risulta altresì interessante prestare attenzione ai casi di *compliance* parziali, all'ammontare di deviazione percentuale dalle disposizioni del Codice e anche alle circostanze in cui si realizzi una forma di eccessiva *compliance* rispetto alle previsioni codicistiche. È lo stesso *Financial Reporting Council* a mostrare preoccupazione riguardo alle pratiche di tale governo societario<sup>305</sup>, in cui le

---

pubblicazione evidenzia che: (i) gli scandali costituiscono un antecedente alla regolamentazione; (ii) la regolamentazione è positivamente correlata all'incidenza di futuri scandali; (iii) esistono differenze sistematiche nelle relazioni tra i vari Paesi e, in un orizzonte di lungo periodo, l'efficacia della regolamentazione dipende dallo sviluppo del mercato e dalla tradizione giuridica nazionale.

<sup>303</sup> La considerazione vale parimenti anche oltreoceano: «[l]ooking out over the US governance landscape, it is fair to say that many of the advances (as well as the setbacks) resulted from unfortunate events: the Enron fraud which eroded confidence in corporate balance sheets [...]. Legislation, state and federal regulations, and public outrage were the results, some for the good and others less so but all resulting in an inexorable, gradual move forward toward more shareholder engagement and more transparency», B. MORRIS-ECK, *Increasing interaction*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, cit., 33 ss., 33. Cfr. A. ZALEWSKA, *Challenges of corporate governance: Twenty Years after Cadbury, ten Years after Sarbanes-Oxley*, in *J. Empirical Fin.*, 2014, vol. 27, 1 ss., in cui l'A. compara il modo in cui nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono state affrontate le crisi, rilevandone differenze a livello di: (i) soluzioni implementate (nel Regno Unito, un rafforzamento dei sistemi di controllo interni; negli Stati Uniti, la realizzazione di sistemi esterni di controllo), (ii) modalità di soluzione (nel Regno Unito, una revisione delle raccomandazioni; negli Stati Uniti, mediante risposte istintive alle problematiche), (iii) confronto con il mercato: nel Regno Unito, volontario; negli Stati Uniti, obbligatorio.

<sup>304</sup> Nel dettaglio, v. S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance*, maggio 2006.

<sup>305</sup> FRC, *UK Corporate Governance Code*, 2016, *Comply or Explain*, 4: «In their responses to explanations,

società non considerino seriamente la possibilità di non adeguarsi a *best practices* suggerite, disposizioni verso banche e istituzioni finanziarie<sup>306</sup>, che *per se* richiedono attenzione particolare e caratteristiche precipue.

#### 2.4.1.1. Compliance.

Come accennato sinora, la tradizione anglosassone secondo cui le società sono “*expected to conform*” alle migliori prassi di governo societario, sebbene in assenza di vere e proprie sanzioni, richiede alle società di segnalare, nella loro relazione annuale, le modalità con le quali esse stesse applicano le disposizioni del Codice e, ove non le applichino, il motivo per cui tengano un comportamento non conforme<sup>307</sup>.

Tuttavia, essendo le disposizioni del Codice inglese già state prese in considerazione<sup>308</sup>, appare utile, in questa sede, riflettere su alcune evidenze empiriche di sicuro interesse emerse dalla ricerca e dallo studio compiuti, di seguito illustrati.

Anzitutto, il Codice di Autodisciplina<sup>309</sup>, in particolare nelle disposizioni inserite nel corso della propria evoluzione, e dunque non coperte precedentemente dal *Cadbury Code*, mira a favorire la *compliance*. Con riferimento ad essa, un segno sicuramente positivo è rappresentato dal fatto che, alla fine del 2004, più della metà delle società non-finanziarie presenti nel FTSE350 erano completamente *compliant* rispetto a tutte le disposizioni del Codice; un segno certamente negativo è invece costituito dal fatto che le società *non-compliant* abbiano spesso fornito spiegazioni del tutto inadeguate, ovvero allegato circostanze particolari che non possono giustificare la deviazione dalla norma. Sovente la medesima motivazione viene infatti riferita alle prime fasi della società, sino al momento in cui essa, effettivamente, si conforma al contenuto della disposizione; ma, una volta acquisito tale *status*, la stessa non fornisce spiegazioni convincenti circa le ragioni del mutato orientamento. Dette riflessioni evidenziano che la flessibilità concessa dal Codice di Autodisciplina non viene utilizzata al fine di sincronizzare perfettamente la *governance* societaria rispetto alle circostanze, bensì, una volta adottata la norma, ampio spazio è lasciato all'*enforcement* e al *monitoring* – meccanismi che sovente si originano solo conseguentemente ad evidenti, rilevanti, *performance* negative.

---

shareholders should pay due regard to companies' individual circumstances and bear in mind in particular the size and complexity of the company and the nature of the risks and challenges it faces. Whilst shareholders have every right to challenge companies' explanations if they are unconvincing, they should not be evaluated in a mechanistic way and departures from the Code should not be automatically treated as breaches. Shareholders should be careful to respond to the statements from companies in a manner that supports the “comply or explain” process and bearing in mind the purpose of good corporate governance. They should put their views to the company and both parties should be prepared to discuss the position».

<sup>306</sup> V. D. WALKER, *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities*, 26 novembre 2009, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.org/codes/documents/walker\\_review\\_261109.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/walker_review_261109.pdf), spec. 2.16, ove si afferma che taluni azionisti pare abbiano inteso il principio in oggetto «in a somewhat minatory way as “comply or else”».

<sup>307</sup> C. PASS, *op. loc. cit.*

<sup>308</sup> Per una evoluzione riferita agli aspetti comportamentali del *Board* e alla crescente necessità di comprendere sia le sfide pratiche del *Board* sia i limiti alla codificazione, v. D. NORDBERG, T. MCNULTY, *Creating better Boards through Codification: Possibilities and Limitations in UK Corporate Governance, 1992-2010*, in *Bus. History*, 2013, vol. 55, n. 3, 348-374. Evidenzia, invece, la cesura realizzata dalla crisi finanziaria THE RT HON LADY JUSTICE ARDEN DBE, *UK Corporate Governance after Enron*, in *J. Corp. Law St.*, 2003, vol. 3, n. 2, 269-282.

<sup>309</sup> Il riferimento è al codice nella versione in vigore nel 2010 (S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, A. FAURE-GRIMAUD, *Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?*, in *Int'l Rev. Law Econ.*, 2010, vol. 30, 193 ss.).

Nonostante il chiarissimo principio contenuto nel codice sia quello del *comply or explain* – principio difeso con forza dal *Financial Reporting Council*, in quanto costituisce il cuore del Codice di Autodisciplina e del nuovo codice di *stewardship*, – le società tendono a considerare la scelta tra conformità e non conformità in guisa di una decisione irreversibile e marcata: la maggior parte di esse, in altre parole, avverte il Codice come un requisito obbligatorio, rispetto al quale esercita discrezione nel porsi come *compliant* o meno. Parimenti, gli azionisti, soprattutto nelle società ad azionariato diffuso, paiono non prestare la dovuta attenzione alla qualità delle spiegazioni fornite. I ritorni azionari delle società *compliant* non superano significativamente quelli delle *non-compliant*, mentre i rendimenti di queste ultime differiscono notevolmente tra loro a seconda del grado di dettaglio delle motivazioni<sup>310</sup>. Dette considerazioni inducono a riflettere circa le modalità con cui la *compliance* rispetto al Codice potrebbe essere rafforzata, ottenendo benefici maggiori, ad esempio, mutando l’atteggiamento assunto rispetto alle spiegazioni richieste: ai sensi della *Section 2* della novellata edizione del *Combined Code*, «[i]nstitutional shareholders should consider carefully explanations [...] (and) should give an explanation to the company in writing where appropriate [...] if they do not accept the company’s position. They should avoid a box-ticking approach [...]»<sup>311</sup>. Detta precisazione pone in evidenza come una *compliance* piena non costituisca necessariamente una conquista essenziale, ossia non rappresenti un elemento ottimale della *governance* per definizione, bensì come spiegazioni ponderate possano influire maggiormente rispetto alla acritica adozione di un principio generalmente ritenuto una *best practice*. Del resto, l’adozione di *standard* condivisi di governo societario, a loro volta forieri di riverberi politici al fine di realizzare e progettare sistemi di regolamentazione flessibili, risulta estremamente discrezionale.<sup>312</sup>

#### 2.4.1.1. Motivazioni.

Al riguardo, nel febbraio 2012, il *Financial Reporting Council* ha pubblicato un documento dal titolo *What Constitutes an Explanation under ‘Comply or Explain’?*, nel quale si è individuata una serie di caratteristiche che connotano una spiegazione come “significativa”, ossia portatrice di una chiara motivazione per l’azione intrapresa.

Nel settembre dello stesso anno si è invece data ragione della consultazione avviata dal *Financial Reporting Council* allo scopo di raccogliere suggerimenti utili ad implementare il contenuto del codice. Tra questi, il fatto che (i) il Consiglio di amministrazione deve confermare che il *report* annuale e le informazioni finanziarie allegate sono eque, bilanciate, comprensibili e contengono effettivamente le informazioni necessarie a valutare la *performance* sociale, i modelli di *business* e le strategie; (ii) le necessità e le istanze di tutti i portatori di interesse della società<sup>313</sup> debbono essere riconosciute, come pure l’opportunità della concreta realizzazione della c.d. *Board diversity*<sup>314</sup>.

<sup>310</sup> S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, A. FAURE-GRIMAUD, *Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?*, cit.

<sup>311</sup> Il timore rispetto alla eventuale applicazione, in qualsiasi contesto nazionale, di tale metodo non rappresenta preoccupazione propria del solo ambiente inglese, bensì anche italiano, come prova P. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929 ss., a 932 e in *Le fonti private del diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2008, 327 ss.

<sup>312</sup> S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, A. FAURE-GRIMAUD, *Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?*, cit., spec. sections 4-5.

<sup>313</sup> J. OLSON, *UK and EU Corporate Governance Developments. Update*, in *Harvard Law School Forum*, 2 dicembre 2012

<sup>314</sup> In relazione alla specifica realtà d’oltremarica, v. F. OCCELLI, *L’esperienza del Regno Unito: “Not just the Right Thing, but the Bright Thing”*, in *Giur. it.*, 2015, 2276 ss., CONSOB, *Board diversity e performance delle imprese quotate*

Nel novembre 2013, la medesima associazione ha quindi pubblicato una raccolta di saggi per celebrare l'anniversario del *Codice Cadbury*, i vent'anni di duro lavoro dei giuristi nella "vigna" dell'autodisciplina<sup>315</sup>, sintesi dell'esperienza di eminenti personalità che hanno contribuito ad affermare il Regno Unito quale centro finanziario internazionale e, in senso persino più ampio, ad affermare il rilievo del governo d'impresa a livello globale. Nel settembre 2014, a seguito di una ulteriore modifica, il Codice è divenuto "uno strumento ancora più sofisticato"<sup>316</sup>, come prova il contenuto *Report* a cura del *Financial Reporting Council*<sup>317</sup>. L'intenzione è quella di incrementare la qualità dei flussi informativi e garantire la continuità aziendale tenendo conto delle esigenze proprie della natura di ciascun *business*: in altri termini, creare valore nel lungo periodo<sup>318</sup>. Non

---

*in Europa. Quaderni di finanza Consob n. 85*, a cura di A. Ciavarella, dicembre 2017 e CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 44, ove si registra una crescita della percentuale di donne nei consigli di amministrazione pari al 9,6% nel 2005 e al 28,6% nel 2016. Al contempo, un recentissimo articolo (*The old-girls' network. Ten years on from Norway's quota for women on corporate boards*, in *The Economist*, 17 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.economist.com/news/business/21737079-gender-quotas-board-level-europe-have-done-little-boost-corporate-performance-or](http://www.economist.com/news/business/21737079-gender-quotas-board-level-europe-have-done-little-boost-corporate-performance-or)) ha asserito che ad ora le quote di genere non sono riuscite a raggiungere gli obiettivi promessi e che le imprese con un maggior numero di donne nei loro consigli di amministrazione hanno ottenuto rendimenti migliori per ragioni difformi, difficili da catturare in studi empirici. Probabilmente, infatti, le imprese meglio gestite hanno più spazio per promuovere la diversità, visto che non vi sono prove del fatto che avere più donne nei consigli di amministrazione stia cambiando il processo decisionale, anzi, nell'esperienza di Lawton Fitt, membro veterano di consigli di amministrazione in America e Gran Bretagna, le donne non necessariamente esprimono opinioni particolari, ricoprono un ruolo peculiare nel processo decisionale dei consigli di amministrazione o incidono rispetto alla sostanza delle decisioni. L'effetto più inatteso è però l'assenza di effetto benefico sulle donne ai livelli inferiori della gerarchia aziendale.

Negli Stati Uniti – ove la dottrina, da un lato, precisa come la ricerca empirica sull'effetto della diversità dei consigli di amministrazione sulla *performance* dell'impresa sia fortemente relata alla metodologia (D.L. RHODE, A.K. PACKEL, *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2014, vol. 39, 377 ss., 390) e come il valore aggiunto della diversità sia difficile da dimostrare con rigore (D.C. LANGEVOORT, *Commentary: Puzzles About Corporate Boards and Board Diversity*, in *North Carolina Law Rev.*, 2011, vol. 89, 841 ss.), dall'altro, pone in luce il valore di "moral and social rationales for diversity" (L.M. FAIRFAX, *The Bottom Line on Board Diversity: A Cost-Benefit Analysis of the Business Rationales for Diversity on Corporate Boards*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2005, n. 3, 795 ss., a 850) – recentemente anche BlackRock ha aggiornato le sue linee guida, aggiungendo una clausola che prevede che le società abbiano almeno due donne tra gli amministratori nominate (E. CHASAN, *BlackRock Asks Companies to Explain Dearth of Women on Boards*, 2 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/blackrock-asks-companies-to-explain-dearth-of-women-on-boards](http://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/blackrock-asks-companies-to-explain-dearth-of-women-on-boards)).

<sup>315</sup> L'espressione "labouring the vineyard" è tratta da L.F. SPIRA, J. SLINN, *op. cit.*, cap. 4.

<sup>316</sup> M.L. VITALI, *La nuova versione del Corporate Governance Code nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, 207.

<sup>317</sup> In precedenza, il *Report* presentava semplici e sintetiche linee guida, focalizzate esclusivamente sulla gestione del rischio, ritenuto pilastro essenziale dell'attuale dibattito in tema di *corporate governance* e assunto a parametro di efficienza *par excellence* M.L. VITALI, *op. cit.*, 204 ss.

<sup>318</sup> Stephen Haddrill, CEO del *Financial Reporting Council*, ha sottolineato come i cambiamenti proposti recepiscano l'importanza di assumere una prospettiva di lungo periodo, essenziale anche alla luce del lungimirante studio di Lord Sharman sulle pratiche di *risk reporting* e degli esiti della consultazione, al contempo ribadendo di credere con determinazione nel *comply or explain*. I cambiamenti che hanno beneficiato della lunga fase di consultazione mirano infatti a rafforzare l'attenzione delle società e degli investitori nel lungo periodo e la creazione del valore, mutando il modo di pensare circa la valutazione del rischio e le prospettive di *business*. Non solo: «[c]rucially the directors should explain their reasoning to investors. If included in the Strategic Report their statements will be subject to a safe harbour in accordance with companies' legislation. The changes on remuneration also focus companies on aligning reward with the sustained creation of value. *The Code will continue to operate on the principle of 'comply or explain', which has served investors and the UK corporate sector well for over 20 years*» (corsivo aggiunto), FRC, *FRC updates UK Corporate Governance Code*, PN 58/14, 17 settembre 2014,

solo, ai fini del presente lavoro si rileva che la novella conferma il tenore della *Section C.1 (Accountability)* e, dunque, che gli amministratori sono tenuti ad includere nel documento annuale una illustrazione dettagliata del modello di *business* utilizzato e delle ragioni per cui hanno considerato effettivamente raggiunto lo scopo sociale. A ciò si aggiunge la richiesta di un'espressa conferma circa l'appropriatezza o meno della redazione del documento contabile di bilancio tenendo conto della continuità e della valutazione del rischio condotta dagli amministratori, avendo cura di indicare le tipologie di rischi rispetto a modello di *business* utilizzato, future *performance* sociali, solvibilità e liquidità, i meccanismi a tal fine adoperati.

In un'ottica di sistema, l'ampiezza di alcune disposizioni normative, il loro livello di tecnicità, l'innovazione e l'estrema attualità dei principi di cui si fanno interpreti comportano due conseguenze primarie: per un verso, l'incremento del rilievo del principio di cui si è detto, vale a dire un passaggio dello stesso nella direzione di una vera e propria fonte normativa; per altro verso, il generale slittamento del principio cardine del sistema (il *comply or explain*, appunto) verso l'imperatività.

#### 2.4.1.2. Revisione.

A seguito della pubblicazione, nel settembre 2015, di un documento di consultazione rispetto alle revisioni, agli *standard* etici e alle prassi di *audit*, nell'aprile 2016, il *Financial Reporting Council* ha emesso aggiornamenti al codice e alle allegate linee guida, principalmente focalizzati sui comitati *audit* e sull'indipendenza del revisore, nonché sulle questioni etiche volte a facilitare il processo di implementazione e a ridurre i costi ad esso connessi. Gli aggiornamenti, in vigore dal 17 giugno del medesimo anno<sup>319</sup>, rappresentano un cambiamento di rilievo nella regolazione inglese, in tema di revisione, in cui il *Financial Reporting Council* riveste un ruolo primario, con il sostegno degli organismi professionali di contabilità. Le modifiche inoltre supportano ulteriori innovazioni da parte della professione e garantiscono comportamenti indipendenti da parte dei professionisti, conformi al pubblico interesse e agli *standard* internazionali. Il Regno Unito ha pertanto tracciato la strada nella direzione della promozione della trasparenza e della concorrenza sulla qualità con cui la funzione di *audit* viene condotta, cosicché gli investitori possano riporre fiducia nel sistema di *reporting* aziendale.

Nel novembre 2016, a dimostrazione della sempre viva attenzione per questi temi, è stato posto in consultazione un *Green paper*, rispetto al quale il Governo del Regno Unito ha pubblicato un *Response Document* in data 29 agosto 2017<sup>320</sup>, prevalentemente focalizzato su tre temi del governo societario: l'influenza degli azionisti sull'*executive pay*, tema che ha accresciuto notevolmente il proprio utilizzo negli ultimi vent'anni; l'utilizzabilità delle misure che possono incrementare la connessione tra i Consigli di amministrazione e gli altri gruppi portatori di interesse rispetto ai risultati economici della società e l'estendibilità di alcune caratteristiche proprie del governo delle società quotate rispetto alle società non quotate. Come acutamente

---

consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2014/September/FRC-updates-UK-Corporate-Governance-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2014/September/FRC-updates-UK-Corporate-Governance-Code.aspx).

<sup>319</sup> FRC, *Revised UK Corporate Governance Code, Guidance on Audit Committees, and Auditing and Ethical Standards*, 27 aprile 2016 («On 17 June 2016 changes in EU legislation in respect of statutory audit become effective. BIS, the FRC and other regulators have consulted on the UK implementation of these new requirements which is moving to finalisation. The FRC will confirm the final documents and their effective date once these legislative and regulatory processes are complete»).

<sup>320</sup> *Green Paper* (in senso critico, N. ELWELL-SUTTON, C. STERN, *The Green Paper on Corporate Governance Reform is not a Christmas Hit but Contains Some Crakers*, in *Oxford Business Law Blog*, 21 dicembre 2016) e il *Response Document*.

osservato, «[i]n filigrana è evidente la preoccupazione di mantenere, dopo Brexit, fiducia degli investitori nelle società e mercati inglesi»<sup>321</sup>.

Nel dicembre 2017, il *Financial Reporting Council* ha avviato la (promessa)<sup>322</sup> revisione *ab imis* del Codice, ispirato all'immanente *comply or explain*,<sup>323</sup> pubblicando la consultazione sulle proposte di modifica,<sup>324</sup> tese a rendere il Codice più breve e incisivo, capace di riflettere il mutevole *business environment*. «Nonostante Brexit, appare complessivamente più che mai viva la tendenza da parte del regolatore inglese ad intervenire, come ormai ampiamente praticato dalle autorità comunitarie EBA e ESMA, con linee guida e, più in generale, con tutto lo strumentario della *soft law*».<sup>325</sup> Uno strumentario, quello della *soft law*, che amplia persino il proprio ambito di applicazione: è infatti intenzione del *London Stock Exchange* estendere l'applicazione del *comply or explain* alle società quotate sul Mercato alternativo del capitale (AIM) in relazione ad uno specifico Codice di governo societario, modificando le *AIM Rules*. Attualmente, la Regola 26 non impone alle società AIM di adottare un particolare Codice<sup>326</sup> ma, stante l'esito positivo della consultazione avviata l'11 dicembre 2017<sup>327</sup>, le società saranno tenute a dichiarare quale Codice di *corporate governance* intendono seguire a partire dal 30 marzo 2018 e a conformarsi pienamente ai nuovi requisiti di cui alla regola 26 entro il 28 settembre 2018<sup>328</sup>.

Il paragrafo in oggetto si interrompe dunque tracciando la linea conclusiva alla data odierna, nella ferma convinzione che, nel caso particolare del Regno Unito, la cui *governance* rappresenta uno dei punti di forza del Paese, che lo rendono capace di competere in una economia globale, i profondi legami tra l'autodisciplina ed il suo Codice mai verranno interrotti: il

---

<sup>321</sup> P. MARCHETTI, *Riforma della disciplina della corporate governance inglese*, in *Riv. soc.*, 2018, in corso di pubblicazione.

<sup>322</sup> V. anche D. NORDBERG, *Cadbury and a Road Not Taken: Contestation Over Board Design and Development of UK Corporate Governance*, 23 maggio 2017.

<sup>323</sup> FRC, *FRC to review the UK Corporate Governance Code*, 16 febbraio 2017.

<sup>324</sup> La revisione proposta (FRC, *Consulting on a revised UK Corporate Governance Code*, 5 dicembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co](http://www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co)) riguarda soprattutto indipendenza degli amministratori, *stakeholder engagement*, *executive remuneration*, *diversity*, *corporate culture*, *shareholder engagement* ed esenzioni relative alle SMEs. Per una attualissima disamina delle questioni in una prospettiva statunitense, v. J. HALPER, S. BAKER, J. TAMPI, *Overview of Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code*, in *Harvard Law School Forum*, 15 marzo 2018.

<sup>325</sup> P. MARCHETTI, *Riforma della disciplina della corporate governance inglese*, *cit.*, cui si rinvia anche per un puntuale commento del contenuto della consultazione.

<sup>326</sup> La norma prevede, nella versione delle *AIM Rules for companies* vigente al gennaio 2018, quanto segue: «[e]ach AIM company must from admission maintain a website on which the following information should be available, free of charge: [...] details of the corporate governance code that the AIM company has decided to apply, how the AIM company complies with that code, or if no code has been adopted this should be stated together with its current corporate governance arrangements» (l'articolo è integralmente consultabile all'indirizzo

[www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/aim/2018/January/AIM\\_Rules\\_for\\_Companies\\_January\\_2018.pdf](http://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/aim/2018/January/AIM_Rules_for_Companies_January_2018.pdf), in particolare, a 11-12).

<sup>327</sup> LONDON STOCK EXCHANGE, *Feedback Statement and Consultation: AIM Rules Review*, 11 dicembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/feedback-statement-and-consultation.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/feedback-statement-and-consultation.pdf), spec. par. 4.

<sup>328</sup> LONDON STOCK EXCHANGE, *AIM Notice 50. Feedback on Aim Notice 49 and Confirmation of Changes to the AIM Rules and NOMAD Rules*, 8 marzo 2018, consultabile all'indirizzo [www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aim-notice-50.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aim-notice-50.pdf).

Codice Cadbury, senza il quale la *governance* a livello globale sarebbe sicuramente stata meno efficace, rimarrà infatti un costante, perenne, infaticabile “*work in progress*”<sup>329</sup>.

---

<sup>329</sup> J. PLENDER, *A work in progress*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, cit., 46 ss. A dimostrazione dell’attenzione per le questioni societarie spesso affrontate proprio in sede di autodisciplina, si rinvia anche al *Green Paper* elaborato nel novembre 2016, con cui il governo May invita a rimeditare le disposizioni in materia di remunerazione, rappresentanza dei lavoratori e *standard* di *governance* per le società di maggiori dimensioni.

*È chiaro che se il sistema di autodisciplina è assente o debole in punto di enforcement, se non viene, cioè, anzitutto dall'autodisciplina, il controllo, per così dire, a monte di quel che si riferisce nella relazione sul governo societario, si dilata lo spazio per l'intervento dell'autorità di controllo nell'ambito del suo potere del controllo sull'informazione. E ciò è tanto più vero di fronte alle insufficienze in materia della giustizia civile.*  
— Piergaetano Marchetti<sup>330</sup>

## **2.4.2. Italia: crescente ruolo dell'autodisciplina.**

### 2.4.2.1. Tanto tuonò che piovve: il cammino evolutivo del Codice.

In Italia, “a far tempo dai primi contributi”, la dottrina non ha inteso cedere alle «visioni apologetiche che informano buona parte della letteratura di *business ethics*», preferendo invece mantenere il versante di indagine dei modelli di *self-regulation* del mercato finanziario lungo una direttrice esegetica che, «su un piano di analisi giuridica teorica, si sono interrogate circa il peso relativo dei pregi e dei limiti dell'autoregolazione *tout court*, adottando principalmente un approccio economico applicato al diritto, e alle ricerche che, forse precorrendo i tempi, hanno puntato a rilevare l'utilità specifica di forme di autodisciplina societaria in rapporto ai caratteri delle imprese di dati contesti economico-produttivi»<sup>331</sup>. In tale realtà<sup>332</sup>, il Codice di Autodisciplina vero e proprio è affiancato da altre sei tipologie di Codici: (i) costituiti di sole raccomandazioni, (ii) imperniati sul *comply or explain*, (iii) richiedenti adesione obbligatoria, (iv) aventi oggetto di obbligo per la società medesima, (v) costituenti fonti di doveri per gli organi sociali, (vi) sottoposti a funzioni svolte dall'autorità di vigilanza<sup>333</sup>.

---

<sup>330</sup> P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, cit., a 72, ove l'A. richiama P.M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, cit.

<sup>331</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 113 s. Quanto alle teorie di *business ethics*, *corporate social responsibility*, *corporate citizenship*, *sustainable development*, esse sono utilizzate al fine di giustificare le obbligazioni che vanno oltre le norme di legge (“*beyond-compliance obligations*”), see W. NORMAN, *Business Ethics as Self-Regulation: Why Principles that Ground Regulations Should Be Used to Ground Beyond-Compliance Norms as Well*, in *J. Bus. Ethics, Ethics, Corp. & Gov.*, 2011, vol. 102, supp. 1, 43 ss., a 43 e nota 1. Quanto, invece, alle considerazioni inerenti all'evoluzione della *governance*, in ottica diacronica, L. ENRIQUES, *Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do*, in *European Business Organization Law Rev.*, 2009, vol. 10, n. 4, 477 ss.

<sup>332</sup> Per un inquadramento generale in tema di funzionamento del Consiglio di amministrazione nel nostro Paese, v. G. FERRARINI, G.G. PERUZZO, M. ROBERTI, *Corporate Boards in Italy*, in AA.VV., *Corporate Boards in Law and Practice, A Comparative Analysis in Europe*, a cura di P.L. Davies, K. Hopt, R. Nowak, G. van Solinge, Oxford University Press, Oxford, 2013, 367 ss.; AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum A. Piras*, Giappichelli, Torino, 2010; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nelle società per azioni*, Cedam, Padova, 2012; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss.

<sup>333</sup> Dette categorie sono a propria volta ripartibili rispetto agli effetti prodotti, al grado di cogenza, al ruolo spettante all'autorità di vigilanza ed alle norme autodisciplinari.

#### 2.4.2.1.1. Profili internazionali.

Il contesto in cui si è compiuta la realizzazione del documento, che ha avuto il merito di ampliare gli orizzonti della codificazione nazionale, è così definibile: «[i]n un clima di forte fiducia in un *corretto, decisivo, selettivo ruolo del mercato* in ordine alla più efficiente gestione degli emittenti quotati, in un clima in cui le strutture del mercato borsistico perdono le connotazioni pubblicistiche per divenire strutture gestite nella forma dell'impresa privata, ancorché a vigilanza pubblica, *era del tutto naturale* che anche in Italia si guardasse all'opportunità di Codici volontari di comportamento e autodisciplina degli emittenti quotati sull'esempio di una prassi di matrice anglosassone ormai diffusa all'estero. Fu così che Borsa Italiana, nel 1998, con il concorso di rappresentanti degli emittenti e di giuristi, costituì il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate – organo privo di soggettività giuridica e di autonomia patrimoniale ed economica – che nel 1999 varò un Codice di Autodisciplina affidato alla volontaria adozione»<sup>334</sup>. Ne risulta una struttura codicistica che incide in modo particolare sulle linee di governo societario delle imprese che intendono adottarlo<sup>335</sup> costantemente mirando alla massimizzazione dell'investimento azionario<sup>336</sup>, e che «non differisce, nei tratti portanti, dalla struttura degli articolati di autodisciplina societaria adottati in altri Paesi Europei, pressoché ciascuno dei quali dispone di un codice di *corporate governance*»<sup>337</sup>. Tra essi, hanno esercitato sicuramente primario rilievo tanto il dibattito europeo sul tema<sup>338</sup> quanto il *Combined Code*<sup>339</sup> e, parimenti, la maggiore chiarezza, il superamento di talune ambiguità sorte da concezioni – sinanco contraddittorie – rispetto alle società per azioni<sup>340</sup> e il ruolo della reputazione societaria<sup>341</sup> che discende da tale

---

<sup>334</sup> P. MARCHETTI, *La regolamentazione delle società quotate*, in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011, 43 ss., a 69. Rileva come, nel contesto, a livello codicistico, il termine *corporate governance* debba essere inteso ponendo attenzione «rispetto ai meccanismi di gestione e di vigilanza e controllo della gestione stessa senza attribuire all'espressione quel significato più ampio, che pure sovente le viene riconosciuto, di reticolato di rapporti (*nexus of contracts*) tra tutti coloro (creditori, clienti, consumatori, fornitori, dipendenti, comunità e ambiente) che, a differente titolo, hanno un interesse verso la società (i cd. *stakeholders*) e ne sono pertanto condizionati dai risultati di gestione», M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, cit., 141 ss., a 143 e nota 9. Per il concetto di *nexus of contracts*, *ex multis*, v. C. MARCHETTI, *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2000; M.A. EISENBERG, *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in *J. Corp. Law*, 1998, vol. 24 n. 4, 819 ss. e W.W. BRATTON jr, *Nexus of Contracts Corporation: a Critical Appraisal*, in *Cornell Law Rev.*, 1989, vol. 74, n. 3, 407 ss.

Quanto agli obiettivi del Comitato, sin dalla sua costituzione, v. M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, cit., 93 e nota 8.

<sup>335</sup> P. MONTALENTI, *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 428 ss.

<sup>336</sup> G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 468 ss. e M. DE MARI, *Corporate governance e nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 543.

<sup>337</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 138.

<sup>338</sup> WEIL, GOTSHAL, MANGERS LLP, EASD, ECGN, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members*, per conto della Commissione Europea-Mercato Interno, Bruxelles, 2002, 18 ss.

<sup>339</sup> *Inter alia*, E. FERRAN, *Corporate Law, Codes and Social Norms, Finding the Right Regulator Combination and Institutional Structure*, in *J. Corp. Law St.*, 2001, vol. 1, n. 2, 381 ss.

<sup>340</sup> G. ROSSI, *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, 13. Il medesimo A. (in *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 1315) ritiene, però, al contempo, che le norme di autodisciplina siano connotate da una marcata vaghezza: una considerazione che oggi, in ragione dei notevoli progressi compiuti dal Codice e dei risultati raggiunti (cfr. i

adozione<sup>342</sup>. Rileva però in modo particolare come il Codice di Autodisciplina italiano, introdotto tenendo a mente le intuizioni teoriche di matrice anglosassoni, ma impostato secondo le direttrici del diritto societario continentale, allo stesso tempo contemperì le istanze provenienti dagli operatori dei contesti economico-produttivi e risultò assolutamente aperto alle prospettive future<sup>343</sup>.

Ebbene, l'esperienza internazionale, che tanto ha influenzato la "modellistica" in tema di governo societario<sup>344</sup>, ha allo stesso modo inciso il piano della effettiva attuazione dei medesimi. Si auspica dunque che, perlomeno in ambito europeo, si consolidi «uno *standard* informativo che consenta agli investitori di valutare, in concreto, l'efficacia delle soluzioni adottate dalle singole società, soprattutto con riferimento alle aree ed alle problematiche che presentano maggiori criticità»<sup>345</sup>.

#### 2.4.2.1.2. Profili sistematici e strutturali.

Il Codice di Autodisciplina si pone quale mediatore non solo tra l'etica e le norme imperative del diritto, bensì anche tra la normazione generale ed un determinato settore dell'economia, «adattando la prima alle peculiari esigenze di disciplina e tutela avvertite nell'ambito del secondo»<sup>346</sup>, sino a comprendere la tutela dei più deboli<sup>347</sup>.

Esso – «laboratorio di sperimentazione» e di anticipazione di alcune soluzioni innovative che sono state successivamente recepite nella regolazione pubblica<sup>348</sup> – si pone come strumento al servizio delle società, in perenne divenire, modificabile periodicamente, aggiornabile mediante procedure snelle<sup>349</sup>, senza mai mutare, però, la sua essenza. Invero, come è stato opportunamente osservato: «il codice incoraggia alcuni comportamenti, non li garantisce; incoraggia l'operare del

Rapporti annuali sulla applicazione del Codice di Autodisciplina, elaborati da Assonime), risulta tutt'altro che condivisibile.

<sup>341</sup> G. ROMAGNOLI, Corporate governance, Shareholders e Stakeholders; *interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 355.

<sup>342</sup> L'adesione al Codice, in altre parole, rappresenta «un marchio di qualità», come affermato dal Presidente dell'Autorità di vigilanza della Borsa e delle società quotate in occasione della presentazione pubblica del Codice di Autodisciplina (v. *Il Sole 24 Ore*, 7 ottobre 1999, 5), M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, *cit.*, 147 e nota 18.

<sup>343</sup> G. BOSI, *op. cit.*, 179.

<sup>344</sup> È però opportuno che tale "modellistica" si applichi ad aspetti quali la *disclosure*, la trasmissione e la condivisione delle informazioni, consentendo al contempo una applicazione particolare e specifica a livello nazionale, v. A. CUERVO, *Corporate Governance Mechanisms: a Plea for less Code of Good Governance and more Market Control*, in *Corp. Gov.*, 2002, vol. 10, n. 2, 84 ss.

<sup>345</sup> A. CHIEFFI, Corporate governance e comunicazione nel Codice di Autodisciplina delle società quotate, in *Notizie di Politeia*, 2003, 117 s.; cfr. M. BELCREDI, S. MICOSSI, *Diritto societario, corporate governance e autodisciplina: il dibattito in Italia*, in *Economia italiana*, 2001, 134 e L. ENRIQUES, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa società*, 2003, 105.

<sup>346</sup> F. CRISCUOLO, *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2000, 112.

<sup>347</sup> G. ALPA, *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Laterza, Roma-Bari, 2000, 394 s.

<sup>348</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 64.

<sup>349</sup> E. WYMEERSCH, *The Corporate Governance "Codes of Conduct" between State and Private Law*, *Financial Law Institute, Working Paper n. 7*, 2007.

circolo virtuoso dell'autodisciplina. Essi offrono delle opportunità, ma non possono funzionare se mancano altre condizioni favorevoli alla crescita del mercato e al loro cambiamento [...]: siamo in presenza di aggiustamenti continui»<sup>350</sup>, di una costante tensione tra autoregolazione e autodisciplina<sup>351</sup>. La sua adozione dovrebbe implicare l'adozione di un impegno nei confronti del mercato, raggiungibile mediante una organizzazione efficace e una applicazione di principi che costituiscono un vero e proprio codice deontologico, dal valore certamente superiore rispetto ad un mero parametro, ad una soglia determinata<sup>352</sup>.

A livello evolutivo<sup>353</sup>, il perenne divenire del codice è iniziato con il (“timido”<sup>354</sup>) Codice Preda nel 1999, elaborato da un Comitato voluto da Borsa Italiana<sup>355</sup> e connotato da molteplici *background*<sup>356</sup>, così da condensare qualifiche economiche, giuridiche ed esperienziali<sup>357</sup>; proseguito con il Codice Capuano, riguardo al quale l'eliminazione della facoltatività ha condotto ad un allontanamento rispetto al modello di autodisciplina, divenendo così vero e proprio *benchmark*<sup>358</sup> in relazione al quale confrontare le scelte organizzative compiute<sup>359</sup>. Quanto alle fasi successive dell'evoluzione, si è inteso indicare di seguito solamente alcuni punti, strumentali alle tematiche affrontate nel presente scritto, nonostante la ricchezza di spunti e contenuti che esse presentano. In linea generale, tuttavia, l'*iter* evolutivo del documento passa attraverso tre punti cardinali: (i) semplificazione e chiarimento delle disposizioni esistenti; (ii) allineamento delle condotte richieste dalle nuove regole nazionali e/o comunitarie; (iii) inserimento dei nuovi principi volti ad innalzare

---

<sup>350</sup> A. TANTAZZI, *Intervento*, in *Il mercato trasparente*. Corporate Governance Forum 1997/2007, il Mulino, Bologna, 2008, 137 s.

<sup>351</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 419 ss.

<sup>352</sup> M. DRAGHI, *Regolazione pubblica, autodisciplina e reputazione delle società quotate*, in *Notizie di Politeia*, 2000, 131 ss.

<sup>353</sup> ASSONIME, *Il Codice di Autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*. Circolare n. 7, 27 febbraio 2014, 7 ss.

<sup>354</sup> «[I]l Codice, francamente, appare *troppo timido* e limitato a codificare principi largamente già noti e condivisi. Peraltro potrebbe forse rappresentare l'inizio di una fase di maggior rigore, certamente apprezzabile e suscettibile nel tempo di assumere contenuti più coraggiosi e avanzati», così P. SCHLESINGER, *Il Codice di Autodisciplina per le società quotate*, in *Corr. giur.*, 1999, 1456 (corsivo aggiunto).

<sup>355</sup> V. anche M. DE MARI, *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, *cit.*, 141. Pare rilevante dare conto di uno studio empirico (C.A. STEFANESCU, *Disclosure and transparency in corporate governance codes - comparative analysis with prior literature findings*, in *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 2011, vol. 24, 1302 ss., spec. note 22-23) realizzato grazie al confronto di una serie di fattori (quali prospettive, identità dell'emittente, ...) che evidenzia come i Codici sviluppati da Borse valori e governi nazionali abbiano tendenzialmente un successo maggiore (*rectius*, “the strongest enforceability”) e dunque rappresentino il mezzo più idoneo a realizzarne i principi, mentre i codici in vigore nei Paesi di *common law* forniscono ad azionisti e creditori la maggior protezione rispetto agli attacchi degli *insiders*, contrariamente a quanto accade nei Paesi di *civil law*.

<sup>356</sup> Già nella primissima versione del Codice si prevedeva la figura degli amministratori indipendenti, di cui si tratterà nel dettaglio nella seconda parte del presente lavoro, come evidenziato in D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 385 ss., a 387 e 394.

<sup>357</sup> L. DE ANGELIS, *La Borsa, gli affari e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2000, 465 ss., a 475.

<sup>358</sup> Cfr. L. BOUCHEZ, *Principles of Corporate Governance: The OECD Perspective*, in *Eur. Comp. Law*, 2007, vol. 4, n. 3, 110, anche in G. BOSI, *op. cit.*, a 175.

<sup>359</sup> G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, *cit.*, 51.

gli *standard di governance* e ad anticipare futuri possibili interventi legislativi<sup>360</sup>. Con il passare del tempo, i promotori “storici” del Codice (Abi, Ania, Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana e Confindustria) hanno costituito un nuovo Comitato per la *Corporate Governance*, con una «assunzione di responsabilità in prima persona degli emittenti e degli investitori istituzionali<sup>[361]</sup> per contribuire a rafforzare la credibilità del Codice nell'interesse del mercato. Il Comitato è [ora] composto da 24 persone, scelte tra i più rappresentativi esponenti del mercato finanziario[,] affiancato, come in passato, da alcuni esperti e supportato da una Segreteria tecnica, composta da un rappresentante per ciascun promotore»<sup>362</sup>. Non solo. Con il trascorrere degli anni, il Codice ha incrementato il proprio ruolo nella vita delle società quotate: «il ruolo e il funzionamento del consiglio di amministrazione, l'esistenza dei comitati consiliari (diversi da quello esecutivo), il tema dei controlli societari, le operazioni con parti correlate, il funzionamento dell'assemblea o il ruolo degli *investor relation managers*, le procedure per la gestione delle informazioni privilegiate: sembra [...] preistoria ma senza il Codice non avremmo avuto tutto questo»<sup>363</sup>.

A livello geografico, il Codice prova la propria flessibilità, risultando perfettamente allineato alle peculiarità che contraddistinguono gli assetti proprietari nazionali: la marcata concentrazione proprietaria<sup>364</sup> e i meccanismi che ne rafforzano il controllo, recentemente oggetto di disamina empirica. Al contempo, soprattutto grazie alla revisione del 2011<sup>365</sup>, esso ha registrato un allineamento internazionale tanto alle esperienze maturate in altri Stati quanto alla disciplina europea evolutasi in tal senso.

A livello strutturale, ogni articolo del codice risulta suddiviso in: principi (P), criteri applicativi (C) e commenti, in forma descrittiva<sup>366</sup>. Mentre i primi si focalizzano sugli obiettivi, i secondi si soffermano sui comportamenti raccomandati e gli ultimi sulla descrizione di condotte

<sup>360</sup> C. DI NOIA, E. PUCCI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 115 ss.

<sup>361</sup> Sul loro ruolo, v. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 8, 10-12 (tabelle 1.6 - 1.11).

<sup>362</sup> G. GALATERI DI GENOLA, *Bilanci e prospettive dell'autodisciplina*, cit., 146 ss., a 148.

<sup>363</sup> G. GALATERI DI GENOLA, *Bilanci e prospettive dell'autodisciplina*, cit., 145.

<sup>364</sup> F. AMATORI, F. BRIOSCHI, *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni* e F. BARCA, *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in *Storia del Capitalismo Italiano*, a cura di F. Barca, Donzelli, Roma, 1997; G. GIANFRATE, *What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, 122 ss., e, nella letteratura straniera, R.M. BARKER, *Corporate Governance, Competition, and Political Parties*, Oxford University Press, Oxford, 2010. Sottolineano, invece, il ruolo delle imprese familiari, M. FACCIO, L.H.P. LANG, *The ultimate ownership of western European Corporations*, in *J. Fin. Econ.*, 2002, vol. 65, 365 ss.

<sup>365</sup> N. ABRIANI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, cit., a 198; C. DI NOIA, E. PUCCI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, cit., 116 ss., ove gli AA. sottolineano come «l'impostazione adottata dal comitato sembra destinata a innovare la portata e le prospettive applicative del Codice, confermando dunque l'idea – già evidenziata nelle premesse – di una sua ancora attuale utilità. Le regole di funzionamento del comitato [...] confermano l'opportunità di un aggiornamento continuo dei contenuti del Codice. Maggiori sforzi si attendono, piuttosto, dagli emittenti e dalla loro capacità di dotarsi di una *governance* efficace e di dare una reale trasparenza alle relative scelte che si è deciso di adottare (o di non adottare). [...] La revisione del Codice è stata un primo importante passo per migliorarne i contenuti cercando di fare emergere quanti della buona *governance* facciano una scelta meditata e consapevole. Ciò che da più voci ora si reclama è una piazza finanziaria matura e credibile, composta sempre meno da emittenti che abbiano un approccio formale alle raccomandazioni e da *media* e analisti attenti solo al numero di incarichi in altri *board* più che alla sostanza e alle modalità di adesione», a 124 s.

<sup>366</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, cit., 38 e S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 24.

virtuose mediante le quali perseguire i prefissati obiettivi. Di più: mentre i primi e i secondi debbono essere oggetto di *disclosure*, stante la loro portata, a seguito della revisione del Codice del 2011, gli ultimi non richiedono il rispetto dell'obbligo di informativa in caso di *non-compliance*. Nella versione del 2012, il Codice reca specifiche raccomandazioni per le società quotate che appartengono all'indice FTSE-Mib e sottolinea l'importanza della creazione di valore in un orizzonte di medio-lungo periodo, peraltro ribadito nella più recente versione del codice inglese<sup>367</sup>.

#### 2.4.2.1.4. Spunti di discussione più recenti.

Il Codice rafforza inoltre la centralità del Consiglio nella struttura di *governance*, costituendo esso il primo organismo incaricato della gestione delle quotate.

La centralità del Consiglio trova riscontro nel documento annuale pubblicato da Consob, sulla base del quale viene valutata la conformità delle società quotate con il Codice Preda. La prima edizione del rapporto non rileva particolarmente: le società *compliant* hanno formulato i loro rapporti in un modo del tutto automatico, senza fornire informazioni significative; la seconda è migliorata notevolmente; la terza parimenti. Infatti, sebbene il periodo di riforme abbia prodotto miglioramenti nel grado di protezione e tutela dell'investitore, come osservano Enriques e Volpin<sup>368</sup>, un miglioramento importante si è reso possibile solo con l'entrata in vigore della c.d. *mandatory disclosure* e della *fair regulation* delle operazioni con parti correlate, a partire dal dicembre 2010. In argomento, anche Bianchi e Bianco<sup>369</sup> hanno dato prova dell'effettiva evoluzione del governo societario a seguito delle modifiche normative occorse negli anni Novanta, sebbene nel 2007 la loro importanza si sia ridimensionata in corrispondenza con l'incremento delle coalizioni tra azionisti, e Drago *et al.*<sup>370</sup> sono giunti alla conclusione che le riforme attuate in Italia durante il periodo 1998-2007 sono state solo parzialmente efficaci nel breve periodo.

In seguito, con le riforme del 2003<sup>371</sup> e del 2006<sup>372</sup>, si sono introdotte importanti innovazioni<sup>373</sup>. Tra esse, ruolo primario è ricoperto da uno spostamento: quello della porzione contenente le caratteristiche generali del Codice, in senso coerente con gli artt. 41 e 47 Cost., dalla sezione n. 6, rubricata "Applicazione del Codice", nel testo vero e proprio, più precisamente nella porzione definita "Principio introduttivo"<sup>374</sup>.

---

<sup>367</sup> V. *supra*, 2.4.1. Regno Unito: culla dell'autodisciplina.

<sup>368</sup> L. ENRIQUES, P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, cit.

<sup>369</sup> M. BIANCHI, M. BIANCO, *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, ECGI Law Working Paper n. 144, 2006.

<sup>370</sup> C. DRAGO, F. MILLO, R. RICCIUTI, P. SANTELLA, *Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy*, in *Int'l Rev. Law Econ.*, 2015, vol. 41, 38 ss.

<sup>371</sup> *Inter alia*, A. ZANARDO, *La nuova versione del Codice di Autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia*, in *Contr. impr.*, 2004, 400 ss.

<sup>372</sup> *Ex multis*, M. BAGLIONI, G. GRASSO, *Nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Soc.*, 2006, 1062 ss.

<sup>373</sup> Per una primissima valutazione empirica di tali interventi, v. M. BIANCHI *et al.*, *Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes*, ECGI Law Working Paper n. 278; in *J. Applied Corp. Fin.*, 2011, vol. 23, n. 1, 107 ss.

<sup>374</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 7 s.

Nel 2011 – subito dopo la parziale revisione occorsa nel 2010, che aveva visto solamente la sostituzione dell’art. 7, in materia di remunerazione degli amministratori<sup>375</sup>, e la modifica della raccomandazione agli emittenti sulla trasparenza nelle valutazioni di indipendenza<sup>376</sup> – è stata elaborata una versione rispetto alla quale sono variati: composizione, ruolo e funzionamento del Consiglio di amministrazione; organizzazione e compiti dei comitati interni<sup>377</sup>; sistemi di controllo interno e gestione di rischi. Quanto alla porzione introduttiva, le regole generali cui si è accennato in precedenza sono state sistematizzate in: volontarietà nell’adesione, flessibilità nell’applicazione, necessità di fornire informazioni sulla adesione alle raccomandazioni e motivazioni della disapplicazione eventuale del codice<sup>378</sup>. La volontarietà dell’adesione è oggetto di una altrettanto volontaria auto-limitazione nell’ipotesi in cui la società intenda optare per la quotazione sul segmento Star di Borsa Italiana, compiendo una scelta “al tempo stesso più sofisticata e ben più programmatica” e adeguando lo statuto sociale dell’emittente ai comportamenti dovuti da parte dei suoi organi, nell’ottica della realizzazione di una *compliance* sostanziale<sup>379</sup>.

Sino al 2014, dunque, seguendo un percorso assolutamente graduale e ispirandosi agli altri Stati membri dell’Unione, il Codice di Autodisciplina italiano, redatto dal Comitato per la *Corporate Governance*, istituito da Borsa Italiana<sup>380</sup>, si è consolidato ed è divenuto «di pressoché

---

<sup>375</sup> In tema, ampiamente, ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate*. Circolare n. 8, 26 marzo 2012, ove rilevano le precisazioni circa la struttura della relazione, e M. DEL LINZ, *La disciplina sui compensi dei "manager" nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca impresa società*, 2012, 451 ss. L’argomento è oggetto di primario interesse nella parte speciale del COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, in particolare a 39-46; COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 54-62 e ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 57 ss., spec. a 58-96.

<sup>376</sup> I criteri di indipendenza ancor oggi troppo spesso denotano una applicazione “sostanzialista”, spesso non adeguatamente motivata (20%, luglio 2017). Ancor più di recente “[c]onsiderato il rilievo degli amministratori indipendenti nel processo di formazione della volontà consiliare, il Comitato sottolinea l’importanza di rafforzare le valutazioni di indipendenza fornendo adeguate spiegazioni in caso di disapplicazione o di applicazione sostanzialista dei criteri, che dovrebbero rappresentare limitate eccezioni” (COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 76).

<sup>377</sup> Primaria enfasi è attribuita proprio all’organizzazione ed ai compiti dei comitati interni al Consiglio, cfr. C. DI NOIA, E. PUCCI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, cit., 118 ss. e il recente scritto di E. RULLI, *Sistema monistico e codici di autodisciplina: indipendenza, ma non solo*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 123 ss., spec. a 142 s., ove attenzione particolare è posta al tema rispetto al sistema monistico.

<sup>378</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 8.

<sup>379</sup> D. CATERINO, *Autodisciplina societaria e doveri del Collegio sindacale nella Legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 473 ss. Si consideri che, gradualmente, l’informativa sul governo societario ha iniziato a riguardare sempre più gli istituti bancari italiani quotati, tanto da essere oggetto di uno studio dedicato, con riferimento al triennio 2010-12, volto a stimare il reale grado di adesione sostanziale dei documenti alle *best practice* e, in ottica *de iure condendo*, a redigere linee guida utili per migliorare la qualità delle informazioni sul governo societario, eventualmente differenziate in ragione di dimensione e complessità del *business*, v. M.L. DI BATTISTA, P. SCHWIZER, V. STEFANELLI, *Italian Listed Banks and Compliance with Corporate Governance Code - Banche e adesione al Codice di Autodisciplina sulla corporate governance: forma o sostanza?*, in *Bancaria* n. 4, 2014.

<sup>380</sup> «Sia pure con l’ausilio di tre fra i massimi esperti del diritto e dell’economia del mercato finanziario [...] [il testo è stato formulato] dagli attuali esponenti di punta di quel ceto dei “padroni della Borsa” a cui in passato

generale accettazione, anche integrale, da parte delle società quotate»<sup>381</sup>. Parallelamente, a livello europeo, tenendo a mente il principio del *comply or explain*, si è accentuata l'attenzione nei confronti dell'autodisciplina e del *monitoring* rispetto alla adesione alle *best practices* suggerite. L'esempio più recente è di certo contenuto nella Raccomandazione UE n. 208/2014, da leggere in combinato disposto con l'art. 123-bis, comma secondo, TUF, come da poco modificato (v. *infra* par. 1.1. e nota 162), incentrato sulla Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari<sup>382</sup>. Un documento, questo, di cui riferire per ragioni tanto di prossimità temporale quanto di merito. La Raccomandazione modifica il principio guida IV, con l'intenzione di fornire un orientamento agli Stati membri, agli organismi responsabili per i Codici nazionali di governo societario, alle società e a tutti i portatori di interesse al fine di migliorare la qualità sia delle relazioni sul governo societario sia delle spiegazioni dovute in caso di deroga alle raccomandazioni del codice. Gli Stati membri dovranno infatti condurre un monitoraggio a livello nazionale, nel quadro dei meccanismi esistenti di monitoraggio, nonché comunicare alla Commissione Europea le misure adottate.

Quanto alla struttura del Codice e alla qualità dell'informativa, la Commissione ha richiesto:

- ove possibile, una netta distinzione tra le porzioni: *i)* inderogabili; *ii)* cui è applicabile il *comply or explain*; *iii)* applicabili su base volontaria;
- un riferimento al modo in cui le raccomandazioni inerenti agli aspetti di maggiore rilevanza per gli azionisti sono state applicate, oltre alle informazioni fornite ai sensi dell'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE;
- un dettaglio «in termini sufficientemente chiari, precisi ed esaustivi da consentire agli azionisti, agli investitori e ad altri portatori di interesse di acquisire una buona comprensione delle modalità di governo societario, [...] con riferimento alle caratteristiche specifiche e alla situazione della società, come le dimensioni, la struttura aziendale, l'assetto proprietario o altri aspetti pertinenti»;
- una fruibilità immediata di tali informazioni, poste a disposizione sul sito web della società in modo sistematico.<sup>383</sup>

Le informazioni circa l'applicazione o meno delle stesse dovrebbero consentire ad azionisti, investitori e portatori di interessi di acquisire una buona conoscenza delle modalità di governo, di reperire le spiegazioni relative alle deroghe a una o più raccomandazioni e di valutare le conseguenze di una eventuale deroga<sup>384</sup>.

In caso di deroga alle raccomandazioni, la Commissione richiede alle società di indicare le precipue raccomandazioni da cui si sono discostate, nonché l'illustrazione della modalità e delle motivazioni con cui ciò è avvenuto, della modalità con cui si è inteso discostarsi dalla raccomandazione, della durata (temporanea o definitiva) della deroga e della misura alternativamente adottata, dettagliandone il modo in cui la scelta compiuta possa raggiungere gli

---

gravi responsabilità erano state, non senza motivo, addossate in ordine al cattivo funzionamento del mercato stesso [...]], v. L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 475.

<sup>381</sup> P. MARCHETTI, *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina*, in AA.VV., *Scritti in onore E. Bocchini*, tomo II, Cedam, Padova, 2016, 673 ss., a 673.

<sup>382</sup> ASSONIME, *Il Codice di Autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, *cit.*, 19 ss. e, in particolare, 29 ss.

<sup>383</sup> Efficace è la sintesi contenuta in: ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*, *cit.*, par. 1.

<sup>384</sup> V. Sezione II (paragrafo 5) e Sezione III (paragrafo 9) della Raccomandazione citata.

obiettivi desiderati e contribuire al buon governo societario<sup>385</sup>. Le motivazioni inerenti alle deroghe richiedono particolare nitore, nonché pronta reperibilità rispetto ad azionisti, investitori e portatori di interesse, secondo le modalità espositive più idonee<sup>386</sup>.

Il documento propone dunque un nuovo paragrafo rispetto al primo principio guida IV: «[i]n linea con la Raccomandazione UE n. 208/2014, gli emittenti indicano chiaramente nella relazione sul governo societario le specifiche raccomandazioni, contenute nei principi e nei criteri applicativi, da cui si sono discostati e, per ogni scostamento: (a) spiegano in che modo hanno disatteso la raccomandazione; (b) descrivono i motivi dello scostamento, evitando espressioni generiche o formalistiche; (c) descrivono come la decisione di discostarsi dalla raccomandazione è stata presa all'interno della società; (d) se lo scostamento è limitato nel tempo, indicano a partire da quando prevedono di attenersi alla relativa raccomandazione; (e) descrivono l'eventuale comportamento adottato in alternativa alle raccomandazioni da cui si sono discostati e spiegano il modo in cui tale comportamento raggiunge l'obiettivo sotteso alla raccomandazione oppure chiariscono in che modo il comportamento prescelto contribuisce al loro buon governo societario». Il principio guida IV viene anche riformulato nel secondo paragrafo: «l'impostazione del Codice – improntata a una logica di flessibilità – consente agli emittenti di disapplicare, in tutto o in parte, alcune delle sue raccomandazioni. In forza del meccanismo del *comply or explain* previsto dall'art. 123-*bis* TUF è però necessario spiegare le ragioni della disapplicazione [...]».

Anche la Comunicazione Consob n. DCG/DSR/0051400 in materia di indennità, datata 19 giugno 2014, incide rispetto alla novellata versione del Codice<sup>387</sup>, in quanto prevede una raccomandazione non vincolante per le sole società quotate sul FTSE Mib e Mid Cap, oltre che un “utile riferimento” per le società quotate tutte di fornire informazioni su indennità e/o altri benefici riconosciuti ad amministratori esecutivi e direttori generali, in caso di cessazione dalla carica o scioglimento del rapporto. Le informazioni dovranno essere *comunicate al mercato*, secondo le modalità previste dal Regolamento Emittenti, ad esito dei processi interni che conducono all'attribuzione e al riconoscimento delle indennità e/o altri benefici in favore dell'amministratore esecutivo o del direttore generale cessato. In occasione della cessazione della carica e/o scioglimento del rapporto con amministratori esecutivi e direttori generali, la Consob raccomanda di:

- informare sulla indennità od altri benefici, nonché le modalità con cui vengono corrisposte, in relazione alla carica, al rapporto di lavoro, ai piani di incentivazione, ai benefici, ...;
- verificare la conformità o meno della indennità alle indicazioni di politica retributiva;
- valutare l'applicazione (e l'eventuale esito) di correttivi all'indennità corrisposta, nel caso in cui la *performance* risultante non sia adeguata;
- seguire procedure ben definite in caso di sostituzione dell'amministratore;
- affidare agli organi di controllo la verifica della corretta applicazione delle regole di *best practice* in materia di compensi e altri benefici.

L'evoluzione della attività di *monitoring* prevede una comparazione rispetto alle *best practices* estere, comparazione che ha condotto a significative modificazioni. A partire dal Rapporto sull'applicazione del Codice datato dicembre 2015, infatti, il Presidente del Comitato ha assunto l'obbligo di inviare il documento con lettera formale indirizzata a tutti gli emittenti quotati e nella

<sup>385</sup> V. Sezione III (paragrafi 7-8) della Raccomandazione.

<sup>386</sup> V. Sezione III (paragrafo 10) della Raccomandazione.

<sup>387</sup> ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina (edizione luglio 2014)*, cit., par. 1.2.

quale si evidenzino in forma disaggregata e anonima casi di non *compliance* o assenza di adeguata *explanation*, invitando gli emittenti a considerare il Rapporto in senso strumentale, quale *benchmark*, per poter compiere una valutazione della qualità con cui la propria relazione di *corporate governance* è stata redatta.

In tal senso, il Codice italiano risulta conforme alla Raccomandazione europea n. 208/2014 in relazione alla struttura del Codice (principi, raccomandazioni e commento), alla qualità delle spiegazioni fornite dalla società in caso di scostamento da una o più raccomandazioni del Codice<sup>388</sup> e alle operazioni di *monitoring*<sup>389</sup>.

Nel 2015, si è proceduto al consueto, voluto e dovuto, aggiornamento del Codice<sup>390</sup>, *inter alia*, stabilendo una cadenza *non superiore* a quella biennale della revisione del Codice allo scopo di abrogare le raccomandazioni superflue e/o superate (v. principio guida VII<sup>391</sup>), a meno che circostanze eccezionali e significative evoluzioni normative richiedano aggiornamenti ulteriori; recependo l'invito alla riflessione rispetto alla sostenibilità del *business* in un'ottica di lungo periodo (affermando quindi, anche alla luce dell'importanza attribuita a tali questioni in ottica comparata<sup>392</sup>, principi in materia di *Corporate Social Responsibility*, v. art. 1, criterio 1.C.1., lett. b)<sup>393</sup> e

---

<sup>388</sup> «La Raccomandazione precisa che le informazioni dovrebbero essere fornite in termini sufficientemente chiari, precisi ed esaustivi, così da consentire ad azionisti, investitori e altri portatori di interesse di acquisire una buona comprensione delle modalità di governo della società. Inoltre, le informazioni dovrebbero fare riferimento alle caratteristiche specifiche e alla situazione della società, avendo riguardo a profili quali le dimensioni della società, la struttura aziendale, l'assetto proprietario o altri aspetti pertinenti. In sostanza la Raccomandazione sviluppa il principio del *comply and explain*, cioè della necessità di fornire spiegazioni non solo in caso di mancata applicazione ma anche in caso di effettiva applicazione delle raccomandazioni contenute nei codici di autodisciplina. [...] [A] fine di consentire un più facile accesso per i soggetti prima richiamati (azionisti, investitori e altri portatori di interesse), le società dovrebbero mettere a disposizione sistematicamente le informazioni sui loro siti *web* e includere un riferimento al sito nelle loro relazioni sulla gestione», così ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*, *cit.*, 8 s.

<sup>389</sup> ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*, *cit.*, 11.

<sup>390</sup> Cfr. ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina 2015 per la governance delle società quotate*. Circolare n. 31, 6 novembre 2015, in *Riv. soc.*, 2016, 445 ss. (spec., per la revisione del Principio guida VII, par. 5) e B. COVA, F. ACERBI, *Italy: Reforms of the Code of Corporate Governance of Italian Listed Companies*, 8 settembre 2015, consultabile all'indirizzo [www.paulhastings.com](http://www.paulhastings.com).

<sup>391</sup> Il principio recita quanto segue: «[il “Comitato”] monitora lo stato di applicazione del presente Codice da parte degli emittenti e l'evoluzione del quadro normativo di riferimento e cura l'aggiornamento del Codice con il quadro normativo e autoregolamentare di riferimento; a tal fine procede, con cadenza *di norma* biennale, alla valutazione di una sua possibile revisione» (corsivo aggiunto). Sull'aggiornamento biennale, C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 177 e nota 12.

<sup>392</sup> La questione è trattata, ad esempio, nel *Code of Principles of Good Corporate Governance* maltese del 2005 al punto 4.4.8; nel *Corporate Governance Code* sloveno del 2009, tra gli obiettivi cui mira una società nel corso del proprio *business* e ai punti 16.1 e 22.2; nel *Corporate Governance Code for Slovakia* del 2008, ove si rinvencono riferimenti allo sviluppo sostenibile nell'introduzione; nel *Corporate Governance Code of Listed Corporations* francese del 2013, tra i riferimenti alle regole etiche; nelle *Recommendations on Corporate Governance* danesi del 2013, nel commento al Codice, sebbene sia stata proprio la Danimarca ad aver introdotto, con applicazione opzionale da parte degli emittenti, la CSR legislativamente, ispirando la Proposta di direttiva della Commissione.

<sup>393</sup> Ne risulta che il consiglio di amministrazione delinea natura e livello di rischio compatibili con gli obiettivi strategici dell'emittente, tenendo a mente tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'emittente. In argomento, cfr. T.M. DEVINNEY, J. SCHWALBACH, C.A. WILLIAMS, *op. loc. cit.*; D.G. SZABÓ, K.E. SØRENSEN, *Integrating Corporate Social Responsibility in Corporate Governance Codes in*

art. 4, commento); rafforzando i presidi di legalità e trasparenza, tenendo conto della disciplina del c.d. *whistleblowing*<sup>394</sup> (art. 7, commento, secondo periodo<sup>395</sup>); confermando, infine, l'attenzione rispetto alle raccomandazioni già formulate, agli amministratori (v. art. 1, criterio 1.C.6, ultimo periodo<sup>396</sup>, e relativo commento<sup>397</sup>); alle forme organizzative assunte (v. art. 2, criterio 2.C.2,

---

*the EU, cit.* La sostenibilità nel medio-lungo periodo rappresenta peraltro uno dei principi cardinali dell'attività d'impresa, v. anche ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina 2015 per la governance delle società quotate, cit.*, par. 2 e 5.

<sup>394</sup> In ottica comparata, nell'esperienza dell'autodisciplina, v. *provision II.1.7* del codice olandese, dove si sottolinea che il *management board* dovrebbe assicurare ai propri lavoratori la possibilità di segnalare eventuali irregolarità (anche a livello legislativo si precisa l'attenzione del governo per questi temi come prova in particolare l'iter normativo del c.d. *House for Whistleblower*) e, nella dottrina statunitense, M.H. HURWITZ, J. KOVACS, *An overview of the SEC's whistleblower award program*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2016, vol. 21, n. 3, 531 ss. e Y. GIVATI, *A Theory of Whistleblower Rewards*, in *J. Legal St.*, 2016, vol. 45, n. 1, 43 ss. (sebbene in ambito non unicamente societario, l'A. indaga l'"*optimal size of whistleblower rewards*" e discute circa l'opportunità di assumere ufficiali di polizia ovvero di riconoscere l'operato dei soffiatori di fischietto), inglese, *UK Country Statement. Anti-Corruption Summit*, tenutosi a Londra nel maggio 2016; I.P. DEWING, P.O. RUSSELL, *Whistleblowing, Governance and Regulation before the Financial Crisis: the Case of HBOS*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 134, n. 1, 155 ss. (l'A., analizzando il caso *Halifax Bank of Scotland* evidenzia come, anche in Paesi chiaramente favorevoli alla tutela dei "soffiatori di fischietto", un individuo possa ancora incontrare difficoltà notevolissime nell'assumere detto comportamento); P. YEOH, *Whistleblowing: Motivations, Corporate Self-Regulation, and the Law*, in *Int'l J. Law & Mgmt.*, 2014, vol. 56, n. 6, 459 ss.; H. TEO, D. CASPERSZ, *Dissenting Discourse: Exploring Alternatives to the Whistleblowing/Silence Dichotomy*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 104, n. 2, 237 ss., e italiana, M.S. SPOLIDORO, *Whistleblower e galantuomo*, in *Riv. soc.*, 2016, 952 ss. (in cui l'A. sottolinea come l'art. 7 del Codice di Autodisciplina contenga "un accenno" al tema, pur senza prevedere che debbano essere introdotti meccanismi incentivanti, «ma solo che debbano essere evitate persecuzioni, anche se non si esclude che gli incentivi possano essere adottati su base volontaria», e avanza una proposta con riflessi proprio rispetto al Codice di Autodisciplina, auspicando che le società compiano azioni positive a favore di taluni informatori, «mettendone il costo in linea di principio a carico degli autori delle irregolarità [in modo da] giovare alla società non solo sul piano dell'immagine esterna, ma anche in funzione di prevenzione della commissione di illeciti al proprio interno [e in modo che ciò sia idoneo ad influire rispetto alla] determinazione delle sanzioni, quando applicabili», a 962).

<sup>395</sup> «Un ruolo di particolare rilevanza nell'ambito del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è normalmente ricoperto dalle funzioni legali e di *compliance*, con particolare riferimento al presidio del rischio legale e di non conformità, ivi incluso anche il rischio della commissione di illeciti penali a danno o nell'interesse dell'azienda. [...]. Il Comitato ritiene che, almeno nelle società emittenti appartenenti all'indice FTSE-MIB, un adeguato sistema di controllo interno e di gestione dei rischi debba essere dotato di un sistema interno di segnalazione da parte dei dipendenti di eventuali irregolarità o violazioni della normativa applicabile e delle procedure interne (c.d. sistemi di *whistleblowing*) in linea con le *best practices* esistenti in ambito nazionale e internazionale, che garantiscano un canale informativo specifico e riservato nonché l'anonimato del segnalante». La norma – pur non escludendo sistemi *volontari* di incentivazione, adottati *inter alia* da *Unicredit*, la cui *Global Policy* attribuisce al segnalante diritto di chiedere trasferimento ad altro ufficio ed eventualmente "assistenza psicologica indipendente in caso di *stress* derivante dalla Segnalazione" – non li prevede espressamente. Una ulteriore implementazione della stessa potrebbe svilupparsi nella direzione dello svolgimento di azioni positive da parte delle società medesime «a favore di alcuni informatori, mettendone il costo in linea di principio a carico degli autori delle irregolarità [in tal modo] giova[ndo] alla società non solo sul piano dell'immagine esterna, ma anche in funzione di prevenzione della commissione di illeciti al proprio interno», così suggerisce M.S. SPOLIDORO, *op. loc. cit.*

<sup>396</sup> Il novellato articolo presenta infatti anche la seguente precisazione: «La relazione sul governo societario fornisce informazioni sulla loro effettiva partecipazione».

<sup>397</sup> Di seguito, il primo periodo: «[i]l Comitato sottolinea il fondamentale ruolo del consiglio di amministrazione nella valutazione dell'effettivo funzionamento del sistema dei controlli interni e della gestione dei rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente. In presenza di circostanze rilevanti, il consiglio di amministrazione acquisisce le informazioni necessarie e adotta

ultimo periodo<sup>398</sup>); ai comitati (v. art. 5, commento); all'informazione finanziaria fornita (v. art. 7, principio 7.P.2.; criterio 7.C.1., lett. *d*); criterio 7.C.2., lett. *g*), in relazione alla quale il Comitato Controllo e Rischi<sup>399</sup> è chiamato ad assistere il Consiglio di amministrazione<sup>400</sup>); al funzionamento del collegio sindacale e alla remunerazione dei sindaci (v. art. 8, rispettivamente 8.C.1. e 8.C.3<sup>401</sup>).

---

ogni opportuno provvedimento per la tutela della società e dell'informativa al mercato».

<sup>398</sup> Si legge infatti che «[g]li amministratori indipendenti si riuniscono ai sensi del criterio 3.C.6. tenendo riunioni convocate *ad hoc*. Le riunioni degli amministratori indipendenti sono da intendersi come riunioni separate e diverse dalle riunioni dei comitati consiliari».

<sup>399</sup> Detto organo, più precisamente, supporta con adeguata attività istruttoria le valutazioni e le decisioni circa la gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il *Board* sia venuto a conoscenza. Esso deve essere composto da amministratori non esecutivi e indipendenti (salvo nel caso in cui si tratti di una società controllata da altra quotata o sottoposta ad attività di direzione e coordinamento, casi in cui il comitato può essere formato anche da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti). Si tratta di un "organo" eventuale, ma *de facto* essenziale e strumentale alle deliberazioni in materia del Consiglio nel definire le linee di indirizzo del sistema di controllo interno; nell'esprimere pareri in tema di identificazione dei principali rischi aziendali; nel valutare, insieme con il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili (sulla cui figura, ampiamente, P. VALENSISE, *Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 63 ss., spec. a 83 e ASSONIME, *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali. Note e studi 7/2012*), i revisori e il Collegio Sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili; nell'esaminare e approvare il piano *audit* su cui riferisce al Consiglio; nel vigilare sull'efficacia del processo di revisione contabile e nel valutare annualmente adeguatezza, efficacia ed effettività del sistema di controllo interno. In altri termini, anche in ragione del ruolo che il comitato assume nel contesto anglosassone, esso rappresenta una vera e propria articolazione del *Board*, volta a presiedere il sistema di controllo tutto, rappresentando il collegamento tra i soggetti che svolgono le singole mansioni di monitoraggio e gli amministratori: il suo operato assicura un controllo funzionale a fornire le informazioni necessarie ad una corretta gestione e al costante miglioramento dei precedenti assetti organizzativi e di controllo. In proposito, F. PARMEGGIANI, *Il collegio sindacale e il comitato per il controllo interno: una convivenza possibile?*, in *Giur. comm.*, 2009, I, spec. a 315 ss. Al fine di evitare inefficaci sovrapposizioni tra i compiti degli stessi, si è inteso attribuire al Collegio sindacale il controllo di legalità sostanziale e al Comitato *audit* il controllo sulla correttezza sull'adeguatezza delle procedure interne (P. MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in AA.VV., *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate: i risultati di una ricerca*, a cura di A. Alfano *et al.* - Osservatorio della Camera di Commercio di Milano, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010, 99 ss.

Compiendo riferimento alla *governance* delle società bancarie, in quest'ottica, con riguardo pure alla Circolare n. 229, 21 aprile 1999, ("Istruzioni di Vigilanza per le banche") e alla Circolare n. 263, 27 dicembre 2006 ("Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche"), secondo cui le banche devono procedere preventivamente all'individuazione dei rischi, si è osservato come risulti necessario individuare all'interno del *Board* un filtro capace di scongiurare l'assunzione di certi rischi che in passato sono stati completamente trascurati, sottostimati o, sinanco, non sono stati compresi e considerati (v. K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, *ECGI Law Working Paper n. 207*, 2013, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2212198](http://ssrn.com/abstract=2212198) a 11, ove l'A. pone l'accento sul fatto che la parola "rischio" non appaia nemmeno nel documento che contiene gli otto principi di Basilea per una buona *governance* bancaria, mentre nella versione del 2010, a soli quattro anni di distanza, la parola appaia in ben nove dei quattordici principi. In un orizzonte nazionale, invece, l'art. 2428 c.c. del Codice già rilevava l'importanza dell'aspetto in parola, v. N. ABRIANI, *Collegio sindacale e "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile" nel sistema policentrico dei controlli*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 4).

<sup>400</sup> Una proposta ai fini di una migliore integrazione tra i due "organi" potrebbe orientarsi nel senso della istituzione di un vero e proprio: (i) *Chief Executive Officer*, cui aveva fatto ricorso, al 2007, solo una banca tra le maggiori 25 banche europee (K.J. HOPT, *Better Governance of Financial Institutions*, *cit.*, 26 s.) e (ii) "Comitato Rischi", avente compiti propri rispetto al Comitato Controllo e Rischi, la cui funzione è invece eminentemente istruttoria, cui attribuire responsabilità di controllo in merito alla definizione delle future strategie di rischio e al contenimento dello stesso (in tal senso, il principio n. 52 dei *Principles for enhancing corporate governance*, datati ottobre 2010, e la raccomandazione n. 23 della *Walker Review* (D. WALKER, *op. cit.*). Purtroppo le ipotesi sopra menzionate suscitano perplessità in quanto si addiverrebbe ineluttabilmente ad un panorama di controlli interni persino più complesso, che condurrebbe non tanto a deresponsabilizzare il Consiglio, quanto piuttosto ad

Nel 2016, il Comitato per la *corporate governance* afferma di non voler procedere ad una ulteriore revisione del Codice<sup>402</sup>, ritenendo lo stesso allineato alle più recenti istanze di sostenibilità d'impresa nel medio-lungo termine<sup>403</sup>, ai già richiamati Principi G20/OCSE e alla Raccomandazione n. 208/2014, nonché reputando l'interesse degli emittenti a certezza e chiarezza del quadro autoregolamentare vigente *preminente* rispetto alla considerazione delle seguenti questioni: (i) aggiornamento dei principi, (ii) ridefinizione di concetti-chiave, *inter alia*, la definizione di Presidente del Consiglio di amministrazione<sup>404</sup> e *lead independent director*<sup>405</sup>, (iii) implementazione della direttiva 2014/95/UE sulla pubblicazione delle informazioni non finanziarie<sup>406</sup>, relativo decreto di recepimento (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) e conseguente modifica del tenore letterale dell'art. 123-*bis* TUF, *Grundnorm* in materia di relazione sul governo societario<sup>407</sup>; (iv) approfondimento di argomenti quali piani di successione<sup>408</sup> e politiche di *engagement* tra società e azionisti.

---

ampliare la responsabilità di quei consiglieri che ritengano di affidarsi agli esiti delle valutazioni, meramente consultive, del comitato.

<sup>401</sup> «La remunerazione dei sindaci è commisurata all'impegno richiesto, alla rilevanza del ruolo ricoperto nonché alle caratteristiche dimensionali e settoriali dell'impresa».

<sup>402</sup> «Nel corso della riunione del luglio 2016, il Comitato [...] ha deciso di non programmare, al momento, una sua revisione, [bensì] di rafforzare l'attività di monitoraggio che il Comitato svolge sulla corretta applicazione del Codice di Autodisciplina», come riportato nel COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 2 s.

<sup>403</sup> Al riguardo, nell'aprile 2017, il Rapporto ONU-Governo Italiano su finanza sostenibile (UNEP-*Italian National Dialogue on Sustainable Finance*) ritiene che il Comitato per la *corporate governance* possa rafforzare il proprio focus rispetto a questioni ambientali e sociali per la creazione di valore nel lungo periodo, sviluppando strategie in tal senso, stabilendo cultura e valori della società, collegando *executive pay* e *sustainability performance*.

<sup>404</sup> P. MARCHETTI, *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina*, cit.

<sup>405</sup> «Il *Lead Independent Director* è stato nominato da 95 emittenti (pari al 43% del totale). Come prevedibile, la nomina del LID è riscontrabile prevalentemente nei settori non finanziari (in 93 casi su 95). Se si considerano le situazioni in cui la nomina di un LID è raccomandata, si osserva che tale figura è stata istituita in 59 società (su 78), pari al 76% del totale (in lieve aumento rispetto al 74% del 2016). Nessuna società monistica o dualistica ha ritenuto di nominare un LID. [...] Il LID è sempre individuato nominativamente nella Relazione. Si tratta, quasi sempre, di amministratori che non ricoprono cariche nel CdA: solo in un caso il LID è un vicepresidente. In una società, il LID è un consigliere non esecutivo e qualificabile come indipendente ai sensi del TUF ... quasi sempre tratto dalla lista di maggioranza.» (ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 31-33).

<sup>406</sup> Sul punto, v. già COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2014 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 2° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2014, a 10. Per un'analisi testuale, sia consentito rinviare al testo della Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto concerne la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>407</sup> Gli impatti della medesima rispetto al codice tedesco sono invece illustrati in: I. SAENGER, *Disclosure and Auditing of Corporate Social Responsibility Standards: The Impact of Directive 2014/95/EU on the German Companies Act and the German Corporate Governance Code*, in *Corporate Governance Codes for the 21st Century*, a cura di J.J. du Plessis e C.K. Low, Springer, Berlino, 2017, 261 ss.

<sup>408</sup> V. criterio applicativo 5.C.2 del Codice; COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 45 s.; NEDCOMMUNITY, *Effective governance outlook. I piani di successione degli amministratori esecutivi*, n. 4, giugno 2016 e R. GUGLIELMETTI, *I piani di successione degli amministratori esecutivi*, in *Soc.*, 2013, 300 ss.

La linea del tempo di seguito riportata<sup>409</sup>, efficacemente ripercorribile, evidenzia i graduali progressi compiuti:



Non solo: essa fissa i passi che “il buon suggeritore”<sup>410</sup> ha cercato di muovere con l’intenzione di implementare progressivamente il documento del 1999, documento che risulta ora profondamente segnato da numerosi interventi che, pur senza mai approdare ad una organica riscrittura, hanno apportato un importante ammodernamento testuale, fortemente connotato dalle più recenti questioni di governo societario emerse nella prassi e nella letteratura.

#### 2.4.2.2. Autodisciplina e vigilanza Consob.

Allo stato nessuna modifica colpisce (né sfiora) il principio del *comply or explain*, che con l’andar del tempo ha assunto valore normativo, dato che l’art. 124-bis TUF, come noto, richiede di dare conto nella relazione sulla gestione dell’obbligo informativo periodico, così da chiarire la misura del *comply* nel Codice di Autodisciplina. Non, a ben vedere, un vero e proprio inadempimento civilisticamente inteso, quanto piuttosto una semplice delucidazione delle scelte adottate, delle raccomandazioni “fatte proprie”. Tale espressione, che per un verso prova la flessibilità delle disposizioni, per altro verso solleva dubbi (in più circostanze assolutamente fondati) circa l’allineamento sostanziale agli impegni dell’autodisciplina. E proprio nel tentativo di superare queste problematiche, nella sua più recente versione, il codice suggerisce di muoversi nella direzione dell’effettività, dell’autovalutazione rispetto a punti ben precisi, tra cui soprattutto dimensioni e struttura del Consiglio<sup>411</sup>.

---

Rileva tuttavia come solo 29 società dichiarino l’esistenza di un piano, peraltro non cristallino quanto alle modalità di attuazione (luglio 2017).

<sup>409</sup> Osservatorio sull’Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia, a cura di The European House-Ambrosetti, 2015.

<sup>410</sup> La metafora di pirandelliana memoria è accostata alla situazione *de quo* nello scritto di G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina [Sei personaggi in cerca d’autore]*, Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall’istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 9 ss.

<sup>411</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, cit., 39.

L'autodisciplina, a seguito di una vicenda normativa non priva di tortuosità, ricade ora nell'ambito di vigilanza Consob. Introdotti dalla legge sul risparmio, l'art. 124-*bis* e 124-*ter* TUF rispettivamente enucleano gli obblighi di informazione relativi ai Codici di comportamento e la vigilanza sull'informazione relativa ai Codici di comportamento. Quindi, l'art. 46-*bis* TUF, introdotto dalla direttiva del 2006, richiede alle società quotate di includere nella relazione sulla gestione una precisazione sul codice di governo societario che eventualmente la società abbia inteso applicare, successivamente dettagliando le disposizioni adottate e quelle che si è inteso tralasciare.

È invece il d.lgs. 229/2007 ad introdurre l'art. 123-*bis* TUF, che richiede *disclosure* in tema di assetti proprietari e governo societario, opportunamente illustrando “pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla Società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative e regolamentari” e riferendo sui criteri quantitativi e/o qualitativi che costituiscono lo strumento di valutazione della significatività dei rapporti dei soggetti oggetto di valutazione secondo le previsioni del Codice, senza con ciò ritenere predeterminati i criteri di valutazione ovvero esistenti soglie di rilevanza rispetto ad eventuali rapporti di natura personale e/o professionale. Naturalmente, in ragione (i) del tenore letterale dell'art. 144-*decies* del Regolamento Emittenti esso richiede che la Relazione sul governo societario rechi informazioni circa il rispetto dell'art. 144-*novies*, il quale a propria volta richiede, al suo primo comma, l'individuazione degli amministratori dotati dell'indipendenza prescritta all'art. 148 TUF, e (ii) delle indispensabili funzioni di *monitoring*, riguardo alle quali risulta opportuno precisare nella annuale Relazione sul governo societario se siano venuti meno i requisiti espressi all'art. 148, comma terzo, TUF per i soggetti che abbiano dichiarato di essere in possesso *soltanto* di essi. Si precisa, altresì, come i criteri rilevanti *ex art.* 148, comma terzo, TUF<sup>412</sup> debbano essere intesi nel senso di tener conto, ai fini dell'indipendenza, delle eventuali situazioni in cui l'amministratore *de quo* sia controparte diretta dell'emittente, controllante o controllata, ovvero in qualche modo relato ad essa tramite rapporti di parentela con particolare prossimità (lett. *b*), nonché dei rapporti *prolungati*, non episodici (singoli o ripetuti a distanza di intervalli temporali irregolari e ampi) e non pregressi (a differenza di quanto deve invece essere valutato ai sensi del solo Codice di Autodisciplina), *iniqui* (ben diversi dalle semplici condizioni di mercato) o comunque atti a consentire l'esercizio di una influenza dominante.

Da ultimo, è il d.lgs. 173/2008 ad accorpare gli artt. 124-*bis* e 123-*bis* TUF, così fondendo le prescrizioni sul governo societario e le disposizioni in tema di autodisciplina cui la società aderisce. L'obbligo di vigilare al riguardo e la relativa sanzione pesano sull'organo di controllo interno; mentre l'organo amministrativo è gravato da sanzioni nel caso in cui non le adotti. «Certo (e Guido Rossi ne fu fautore) cadde tra il 2005 ed il 2008 la previsione dell'ultima parte dell'art. 124-*ter* che attribuiva a Consob il compito di “vigilare sulla veridicità delle informazioni riguardanti gli impegni assunti” diffuse dai soggetti che avessero volontariamente aderito ad un Codice di Autodisciplina» onde evitare una responsabilità di Consob, ossia un rischio “pesante e pervasivo”. «Ma [– continua l'A. –] dalla *disclosure* sui Codici di comportamento, sull'adesione

---

<sup>412</sup> Per un pronto riferimento, sia consentito riportare l'integrale contenuto dell'art. 148 TUF: «[n]on possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio: *a*) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art. 2382 c.c.; *b*) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo; *c*) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lett. *b*) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza».

formale, ma anche sul rispetto in concreto delle disposizioni su cui pure si è dichiarato di aderire, ad una valutazione di merito il passo non è lungo»<sup>413</sup>. È infatti evidente come i lavori consiliari, *per se*, di regola, siano sottratti ad obblighi di informazione, potenzialmente e continuativamente attratti nel monitoraggio della Commissione. E nemmeno le raccomandazioni e comunicazioni europee di vario tenore, tra esse la più recente ed influente rispetto alla qualità dell’informativa in tema di *governance*, nonché di autodisciplina, e tra esse soprattutto quelle che impongono dettagliati *report* sul governo societario, paiono imporre forme di *enforcement* mediate da una autorità di vigilanza amministrativa piuttosto che dal sistema endosocietario o giudiziario. È questo uno dei profili maggiormente problematici e controversi della disciplina in oggetto, anche in ragione delle considerazioni empiriche che dimostrano la non adeguata attenzione ai principi e alle indicazioni del Codice, anche per parte di quelle società che dichiarano di applicarlo, inducendo dunque a ritenere «l’adesione alle sue prescrizioni un esercizio meramente formale di *compliance*»<sup>414</sup>. Accanto agli entusiasmi sono infatti insorti dubbi e critiche sul piano sostanziale, rafforzati da considerazioni numeriche<sup>415</sup>: suddividendo opportunamente le società quotate in quattro segmenti sotto il profilo dimensionale, la *compliance* pare considerabile in guisa di un mero “esercizio di stile” soprattutto da parte delle quotate di minori dimensioni, che si contraddistinguono per una minore attenzione alla metodologia e al processo decisionale mediante il quale eleggere gli amministratori, nonché per la trascuratezza con cui guardano alla struttura proprietaria, ai piani di successioni, alla scelta degli amministratori e alla valutazione del loro operato<sup>416</sup>.

L’art. 123-*bis* TUF sembra lontano dall’approdare a una codificazione definitiva. Al contrario, la mano visibile del legislatore europeo pare voler incidere, ancora una volta, rispetto all’articolo in parola: la Direttiva europea 2014/95/UE in tema di informazioni non finanziarie prevede una modifica del contenuto della relazione, più precisamente richiedendo alle società quotate – con l’unica eccezione delle PMI – di fornire una descrizione delle politiche in materia di *Board diversity*<sup>417</sup>, così come una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati delle politiche eventualmente assunte.

---

<sup>413</sup> P. MARCHETTI, *Verso i quarant’anni della Consob*, cit., XVI s.

<sup>414</sup> Per tutti, M. EREDE, F. GHEZZI, *Regolazione pubblica e autonomia privata nella composizione del consiglio di amministrazione di società quotate: un’indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2016, 920 ss., a 947 (da cui si cita), già *La composizione del Consiglio di amministrazione delle società quotate tra norme imperative, autodisciplina ed autonomia statutaria*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*. Atti del Convegno tenutosi a Venezia il 13-14 novembre 2015, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventrone, Giuffrè, Milano, 2016, 355 ss.

<sup>415</sup> La bontà e il successo di un metodo, infatti, «si valutano anche alla luce dei suoi esiti applicativi: di quei dati statistici che, come ha giustamente ammonito uno tra gli studiosi più autorevoli del diritto societario, Piergaetano Marchetti, sono un termometro rivelatore dei movimenti e mutamenti dell’economia e della realtà sottesa alle norme, costituiscono la spia della vitalità, od obsolescenza, degli istituti, di come si atteggiavano, si plasmano e si trasformano nella loro traduzione sul campo, nelle scelte e nel gradimento degli operatori», così G. COTTINO, cit., a 46.

<sup>416</sup> M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, a 948.

<sup>417</sup> Dette politiche vanno intese in senso ampio, nell’ottica di una composizione ottimale delle competenze del consiglio, rispetto alle quali il Comitato per la Corporate governance ha di recente rilevato ampi margini di miglioramento in particolare per gli amministratori non esecutivi con riguardo all’esperienza internazionale, alle competenze tecnologiche e a quelle manageriali (COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull’evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull’applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 37).

Gli Stati membri potranno certamente esentare le società dall'obbligo di fornire dette informazioni<sup>418</sup> nella relazione *ex* 123-*bis* TUF, quando esse redigano una relazione separata per il medesimo esercizio contenente dette informazioni, pubblicata presso il Registro delle imprese ovvero richiamata nella suddetta relazione e resa disponibile *online* entro 6 mesi dalla data del bilancio. In Italia, l'art. 10, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, ha modificato l'art. 123-*bis* TUF imponendo alla società di indicare nella Relazione *anche* una «descrizione delle politiche in materia di diversità applicate [...] alla composizione degli organi di amministrazione, gestione e controllo relativamente ad aspetti quali l'età, la composizione di genere e il percorso formativo e professionale, nonché una descrizione degli obiettivi, delle modalità di attuazione e dei risultati di tali politiche. Nel caso in cui nessuna politica sia applicata, la società motiva in maniera chiara e articolata le ragioni di tale scelta» (art. 123-*bis*, comma 2, lett. d-*bis*). Possono tuttavia omettere la pubblicazione di dette informazioni (*ex* lett. d-*bis*), «le società che alla data di chiusura dell'esercizio di riferimento non superino almeno due dei seguenti parametri: a) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 di euro; b) totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 di euro; c) numero medio di dipendenti durante l'esercizio finanziario pari a duecentocinquanta.» (art. 123-*bis*, comma 5-*bis*).

Quanto poi alla diversità di genere, nel 2011 la legge n. 120 ha introdotto (con ottimi risultati<sup>419</sup>) il principio della parità di genere nell'accesso agli organi di amministrazione e controllo delle società quotate. Dall'entrata in vigore della legge, gli organi sociali delle società quotate, sia di amministrazione che di controllo, sono tenuti a garantire, in sede di primo rinnovo, la presenza obbligatoria di almeno 1/5 di componenti del genere meno rappresentato e, in sede di secondo rinnovo, la quota obbligatoria di 1/3 dei componenti degli organi sociali; la previsione è accompagnata anche da un dettagliato regime sanzionatorio. La normativa sopracitata non ha introdotto un obbligo di mezzi (adozione di una politica), bensì direttamente un obbligo di risultato, fissando i criteri di riparto per la valida composizione degli organi sociali. L'ordinamento giuridico italiano prevede, dunque, quanto alla *gender diversity* degli organi di amministrazione e controllo delle società quotate<sup>420</sup>, un obbligo di composizione che supera e, in ogni caso, copre la disciplina della nuova lett. g) dell'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE<sup>421</sup>.

---

<sup>418</sup> Alcune società, a dire il vero, sebbene in via volontaria, già forniscono dette informazioni inerenti a profili ambientali e sociali in documenti separati, quali i cc.dd. “bilanci di sostenibilità”. Del pari si dovrà dunque concedere alle società, previa adeguata disciplina della adottanda procedura, di utilizzare documenti separati anche laddove l'obbligo di informativa discenda dalla Direttiva in discorso. Tale testo, non costituendo documento obbligatorio ai sensi del Codice, non deve però essere necessariamente presentato all'organo assembleare in sede di approvazione del bilancio. In senso concorde, v. la posizione espressa da Assonime in risposta alla predetta Consultazione, ove si rileva altresì il sostanziale allineamento, a livello operativo, delle prassi societarie vigenti rispetto alla direttiva *de qua*. Il Codice di Autodisciplina già suggerisce infatti agli emittenti di eleggere consiglieri “dotati di adeguata *competenza e professionalità*” (art. 2.P.1.), tenendo conto delle “caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica” (art. 1.C.1., lett. g). Di ciò, le società *Code-compliant* sono tenute a fornire opportuna illustrazione nella Relazione sul governo societario, garantendo così adeguata *disclosure* delle scelte compiute.

<sup>419</sup> CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 16-17 e 23-25 (tabelle 2.16 - 2.21).

<sup>420</sup> Per i risultati sin qui ottenuti, v. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, tabella 6.4 e, con precipuo riguardo per la composizione dell'organo di supervisione strategica relativo alle società bancarie, A. MIRONI, *op. cit.*, a 64 ss.

<sup>421</sup> A livello europeo, sulla scorta dell'esempio norvegese, molteplici sono state le nazioni che si sono dotate di una simile legislazione (CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 43-51), richiedendo però percentuali differenti a seconda delle varie realtà e approssimativamente fissando un livello compreso tra il 30% e il 40%. Per una panoramica delle normative europee rispetto a detto profilo, v. J. DU PLESSIS, *The Case for and against Mandatory Gender Quota Legislation for Company Boards*, in *Deakin Law Rev.*, 2015, vol. 20, n. 1, 1 ss.,

La *disclosure* delle società quotate italiane esaurisce le informazioni oggettivamente valutabili dal mercato; non risulta pertanto necessario estendere l'informativa in questione ad altri ambiti o tematiche, lasciando agli emittenti la possibilità di riflettere sull'eventuale individuazione di elementi ulteriori che gli azionisti e gli *stakeholders* potrebbero ritenere meritevoli di divulgazione.

#### 2.4.2.3. Convergenza Italia-Statì Uniti.

La prima versione italiana del Codice di Autodisciplina è stata adottata nel 1999, dopo la prima ondata dei Codici europei. Pur essendo evidente come il codice si ispiri al modello inglese, la Commissione che lo ha formulato, composta da accademici e da un discreto numero di CEO delle più grandi società quotate in termini di capitalizzazione di mercato, ha mostrato una inclinazione al recepimento di istanze provenienti anche da oltreoceano.

Il Codice italiano comprende alcuni principi introduttivi e un articolato che, peraltro, si focalizza sulla composizione del Consiglio di amministrazione, sulle commissioni, sulle transazioni tra parti correlate, sulle relazioni tra il *Board* e gli azionisti e sull'accesso degli azionisti all'informativa sociale. Una struttura, questa, che ricorda quella suggerita dal *memorandum* del professor Wechsel del 12 maggio 1977, inviato all'*American Law Institute Council* per raccomandare che il progetto di *corporate governance* fosse seguito dall'Istituto. Oltre a Borsa Italiana, anche Assonime ha significativamente contribuito all'adozione del Codice di Autodisciplina, e ancora oggi essa gioca un ruolo di primo piano nella sua ordinaria attività, anzitutto offrendo alle società che ad essa appartengono *guidelines* relative alla *compliance* annuale, quindi favorendo l'effettività e la qualità della *disclosure*.

Il Codice di Autodisciplina italiano contiene regole che si riferiscono certamente a Codici europei, ma anche alla realtà americana, particolarmente di diritto societario: queste sono diventate parte del sistema nazionale per il fatto che l'intero sistema di *governance* ha iniziato a svilupparsi nella direzione di quello delle società diffuse americane.

Solo a partire dal 1999, grazie all'influsso del Codice di Autodisciplina, è stata attribuita la facoltà al Consiglio di amministrazione di stabilire al suo interno un comitato esecutivo cui delegare un limitato numero di compiti o poteri, affermando che il comitato stesso, almeno in alcune aree, potesse ricorrere a comitati endoconsiliari specifici (nomine, remunerazioni, *audit*, ...) <sup>422</sup> per svolgere dati compiti. Qualche anno dopo, nel 2003, la riforma del diritto societario ha introdotto tre sistemi di governo societario, confermando l'attenzione per i modelli anglosassoni e statunitensi, con la previsione del c.d. modello *one-tier* quale alternativa al modello "triale" <sup>423</sup>, tipicamente italiano, portoghese e nipponico.

---

7-15, ove l'A. efficacemente individua le argomentazioni a sostegno della *diversity* di genere: «[i]t breaks the 'old boys club'; it prevents 'group think': it improves board decision-making processes; female directors are more benevolent; [...] more universally concerned; [...] less power orientated; [so] having more women on boards increases board effectiveness through reducing the level of conflict and ensuring a high quality of board development activities», 23.

<sup>422</sup> ASSONIME, *Il Codice di Autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, cit., a 37 ss. e 68 ss. (paragrafo 3.4).

<sup>423</sup> La ragione di tale neologismo societario è dovuta al fatto che il nostro sistema tradizionale è caratterizzato da tre organi: assemblea, consiglio di amministrazione e collegio sindacale. Esso è definito anche come tradizionale o latino, sebbene detti aggettivi siano meno efficaci, come osservato in G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss. (da cui si cita) e in *Regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 501 ss.

In via generale, pur non rappresentando il sistema italiano un clone perfetto del modello statunitense, sembra comunque ragionevole concludere che il sistema statunitense costituisca oggi il vicino più prossimo rispetto alla *governance* e alle *best practices* suggerite dal sistema italiano di autodisciplina. Una convergenza, questa, che con tutta probabilità non avrebbe trovato spazio nel panorama giuridico italiano senza il Codice Preda. A dimostrazione di ciò, basti ricordare come il Codice di Autodisciplina sia stato il primo ad affrontare la (rilevantissima ed ancora estremamente attuale<sup>424</sup>) questione di indipendenza degli amministratori all'interno delle società quotate nella sua edizione del 1999<sup>425</sup>.

Non solo. Il Codice di Autodisciplina pone l'accento sull'importanza (anche nel sistema statunitense) del Presidente del Consiglio di amministrazione<sup>426</sup> e, a seguito di ciò, anche il Codice Civile, come emendato a seguito della riforma, ne enfatizza il potere<sup>427</sup>. Parimenti, le norme sulla informativa assembleare e sulle *stock options*<sup>428</sup> sono state introdotte dal Codice di Autodisciplina,<sup>429</sup> per poi essere inserite nelle disposizioni di legge.<sup>430</sup>

Il processo così delineato ha dunque contribuito a un cambiamento notevole nella *governance* societaria e, in meno di un decennio, il Codice ha marcatamente influenzato le società quotate italiane secondo due modalità: (i) diretta: determinando un significativo cambiamento filo-europeo e filo-statunitense nel governo delle società che, lo si ribadisce, volontariamente, ovvero in conseguenza dell'inserimento nel segmento Star di Borsa Italiana, hanno deciso di adottarlo; (ii) indiretta: quale conseguenza della evoluzione normativa del diritto societario in ragione dei

<sup>424</sup> A dimostrazione della sua attualità, ancora una volta, M. VENTORUZZO, *Definizione di indipendenza per l'amministratore*, in *Lavoce*, 1 giugno 2016.

<sup>425</sup> È oggi altresì possibile che le norme sugli amministratori indipendenti vengano utilizzate in assenza di specifica previsione statutaria, v. D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, cit., a 385, 387, 401, 428-429.

<sup>426</sup> P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del Consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 441 s. Sul ruolo del Presidente del consiglio di amministrazione nell'ambito dell'autodisciplina, per tutti, P. MARCHETTI, *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina*, cit., a 673. L'A. discute in particolare di un interessante profilo, con molteplici riflessi nella prassi, ovvero compatibilità tra la carica ricoperta e l'attribuzione di poteri (deleghe) allo stesso: «[i]l Codice richiama una prassi che sconsiglia, di regola, la attribuzione al Presidente di poteri tali da renderlo "il principale responsabile della gestione dell'impresa", vale a dire la coincidenza della figura del Presidente e del cosiddetto CEO (di regola l'amministratore delegato con ampie deleghe gestorie). Il Codice quindi non ritiene incompatibile con la figura del Presidente l'attribuzione di (più limitate) deleghe» (corsivo aggiunto).

<sup>427</sup> M. REBOA, *Il consiglio di amministrazione: codici di autodisciplina e nuovo diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, 827.

<sup>428</sup> D.U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori. Considerazioni in tema di sistemi di remunerazione variabile di managers di società quotate*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 361.

<sup>429</sup> Sul punto, il modello è costituito dall'ordinamento tedesco, il cui Codice di Autodisciplina è allineato alle norme di legge, e in particolare al § 87 *Abs. 1 AktG*, prevedendo l'adeguatezza di benefici derivanti da tale piano. Detta adeguatezza potrebbe derivare dalla parametrizzazione (*rectius* dall'integrazione) del valore borsistico di riferimento alla situazione reale della società.

<sup>430</sup> Preme, al contempo, anche in questa sede, sottolineare come, per un verso, «[n]ella disciplina delle *stock options* non vi sono lacune; più semplicemente manca qualsiasi disciplina» e, per altro verso, «l'assegnazione di incentivi agli esponenti chiave dell'organo gestorio rispond[e] innanzitutto all'esigenza di allineare i comportamenti di questi alle direttive di sviluppo delineate della proprietà secondo una prospettiva *long-term oriented*, così creando un circolo virtuoso tra piani di acquisto di azioni produttività aziendale, che tuttavia è ancor oggi oggetto di mera *supposizione*» (A.L. BONAFINI, *op. cit.*, rispettivamente a 415 e 417 s.).

principi provenienti proprio dall'autodisciplina.

Il successo del “buon suggeritore” ha dunque sinora ottenuto un risultato probabilmente insperato, imprevedibile all'inizio. E, per certi aspetti, esso ha accorciato la distanza tra le società quotate italiane e statunitensi. Una convergenza prevista sin dal termine del secolo scorso<sup>431</sup>, e foriera di conseguenze importanti. Una convergenza che non significa naturalmente livellamento né armonizzazione<sup>432</sup>, sebbene sia innegabile che la *governance* italiana si sia mossa molto negli ultimi vent'anni, e si sia mossa in tale direzione. Molto probabilmente ciò continuerà ad accadere nei prossimi anni e nelle prossime decadi, realizzando una convergenza formale tra i vari sistemi nazionali, così come nella aspettativa che la riforma della *governance* medesima possa soltanto precedere una nuova, incisiva riforma dell'intero diritto societario.

---

<sup>431</sup> Rileva come il concetto di convergenza presenti differenti sfumature: da un lato, una convergenza formale, quale quella espressa in H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *op. loc. cit.*; E. WYMEERSCH, *Convergence or Divergence in Corporate Governance Patterns in Western Europe?*, in *Corporate Governance Regimes*, a cura di J.A. McCahery, Oxford University Press, Oxford, 2003, 230 ss., a 240-241; S. THOMSEN, *The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2003, vol. 4, 31 ss., a 38-40 e 41-44; M. GELTER, G. HELLERINGER, *Opportunity Makes a Thief: Corporate Opportunities as Legal Transplant and Convergence in Corporate Law*, 2017. *Berkeley Business Law J.*, vol. 14, n. 2, in corso di pubblicazione; *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 3074537*; *ECGI Law Working Paper n. 378/2017*; dall'altro, una convergenza funzionale, quale quella risultante dalla convergenza dei mercati azionari, o quella teorizzata in J.C. COFFEE jr, *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 1999, vol. 93, n. 3, 641 ss.; dall'altro ancora, una convergenza contrattuale, di natura diversa, non assimilabile né comparabile rispetto a quella formale e funzionale, v. R.J. GIBSON, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, in *Stanford Law School, Working Paper*, n. 192, 2010 e in *Am. J. Comp. Law*, 2001, 2001, vol. 49, n. 2, 329 ss.

<sup>432</sup> Si potrebbe, forse, propriamente parlare della «ricerca di un minimo comune denominatore “globale”» (di questo avviso, sebbene limitatamente al ruolo del Consiglio di amministrazione e al rapporto tra gestione e controllo, R. LENER, *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale, cit.*, 4 ss.).

### 2.4.3. Germania: autodisciplina circoscritta e contenuta.

In Germania<sup>433</sup>, il Codice di Autodisciplina<sup>434</sup> trova il proprio sostrato normativo all'art. 161 *Aktiengesetz*, che obbliga ad elaborare una dichiarazione annuale sul livello di *compliance* da parte delle varie società<sup>435</sup>. Sebbene esso costituisca una realtà nel panorama tedesco, il suo ruolo non è però ampio tanto quanto accade in altri Paesi, là dove le norme di legge lasciano all'autodisciplina un margine d'azione più ampio<sup>436</sup>. Non solo: esso è connotato dal coinvolgimento evidente dello Stato, dal ruolo ambivalente dei sindacati, dalla posizione forte delle società all'interno del codice, dalla debole articolazione degli investitori istituzionali nel Paese e dal fatto che, a ben vedere, esso rappresenta uno strumento di *marketing*, prima ancora che di regolamentazione<sup>437</sup>.

---

<sup>433</sup> Per una ricostruzione del sistema tedesco di *governance*, sia consentito rinviare a T. KREMER *et al.*, *Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar*, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2018, *passim*; B. SCHMIDT-SCHMIEDEBACH, *Stiftung und Governance Kodex: Ein Comply-or-Explain-Mechanismus zur Lösung des Kontrollproblems der Stiftung*, Springer Fachmedien, Wiesbaden, 2016; J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. cit.*, 239; R. KLIEBISCH, *Neuregelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, 2012, vol. 22, n. 11, 444 ss.; S. LEUTHEUSSER - SCHNARRENBERGER, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex wird zehn Jahre alt*, in *Die Wirtschaftsprüfung: WPg; der Berater der Wirtschaft; betriebswirtschaftliches Archiv und Fachorgan für das wirtschaftliche Prüfungs- und Treuhandwesen*, 2012, vol. 65, n. 6, 1 ss.; G. KRIEGER, *Corporate Governance und Corporate Governance Kodex in Deutschland*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 2, 202 ss.; T.M.J. MÖLLERS, B. FEKONJA, *Private Rechtssetzung im Schatten des Gesetzes: Ein Beitrag zur Bindungswirkung privaten Rechts am Beispiel des Deutschen Corporate Governance Kodex und der Deutschen Rechnungslegungs Standards*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 6, 777 ss.; H. FLEISCHER, *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2011, vol. 40, n. 2, 155 ss.; U. SEIBERT, *Im Blickpunkt: der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da*, in *Betriebs-Berater: BB; Zeitschrift für Recht und Wirtschaft*, 2002, vol. 57, n. 12, 581 ss.; U.H. SCHNEIDER, *Die "Corporate-Governance-Grundsätze", der Grundsatzkommission Corporate Governance*, in *Die Aktiengesellschaft: AG; Zeitschr. für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 2000, vol. 45, n. 3, 106 ss.

<sup>434</sup> Cfr., RINGLEB H.-M. *et al.*, *Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar*, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2018, *passim*; T. TALAULICAR, *Normierungseffekte der Co-Regulierung von Standards guter Corporate Governance*, *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, in *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 2011, vol. 62, 269 ss.; A. v. WERDER, *Kodex, Der Betrieb*, *cit.*; M. NIETSCH, *Corporate Governance and Company Law Reform: A German Perspective*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 3, 368 ss., 371 e J.J. DU PLESSIS, *The German Two-Tier Board and the German Corporate Governance Code*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2004, vol. 15, n. 5, 1144.

<sup>435</sup> S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *op. cit.*, 326 ss., cui si rinvia per una estensiva trattazione dell'evoluzione storico-fattuale della codificazione in argomento.

<sup>436</sup> «[T]he large number of statutory provisions that are both mandatory and detailed leaves little room for corporate governance codes or other external rule-making. The German [...] Code can be regarded as a *marketing tool for German securities rather than a valuable piece of external rule making*, but it is in principle a flexible way for the federal government to complement the *Aktiengesetz*. For the same reason, the articles of association of German public limited-liability companies are relatively short», P. MÄNTYSAARI, *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Berlino-Heidelberg, 2005. Nello stesso senso, già L.-C. WOLFF, *Law as a Marketing Gimmick – The Case of the German Corporate Governance Code*, in *Wash.U. Global Stud. L. Rev.*, 2004, vol. 3, 115 ss., spec. a 133-134, ove si legge: « [t]he introduction of the German Code, therefore, *appears to be mainly a marketing tool to improve the attractiveness of Germany's capital markets to foreign institutional investors*. And indeed, this tool seems to be a perfect method [...]. Law enacted only for marketing purposes will neither directly nor indirectly establish rules. In other words, it has no regulatory function. Consequently, the creation of law for marketing purposes means nothing more than a perversion of the genuine role of law and an abuse of power vested in legislative bodies. Lawmakers should carefully consider if they want their work to carry this label» (corsivo aggiunto).

<sup>437</sup> L'espressione è mutuata da S. LÜTZ, D. EBERLE, D. LAUTER, *op. cit.*, 315, da leggersi – al fine di comprendere appieno la struttura societaria teutonica e le sue peculiarità rispetto a quella inglese – in

### 2.4.3.1. Evoluzione, ruolo e struttura del Codice.

La prima versione del Codice tedesco, prodotto delle considerazioni di un insieme di accademici<sup>438</sup> (c.d. Commissione Baums, dal nome del suo Presidente, prof. Theodor Baums), è stata pubblicata il 26 febbraio 2002 e, a partire da essa, il codice è stato più volte modificato. La prima revisione quindi è stata marginale, mentre la seconda è stata di più ampio respiro: una reazione al “*Plan to Move Forward*” della Commissione europea, che ha condotto ad una versione datata 21 maggio 2003<sup>439</sup>. Le innovazioni apportate – nel luglio 2005, nel giugno 2006, nel giugno 2007, nel maggio 2010, nel 2015 e nel 2017<sup>440</sup>, di cui si occupa una Commissione permanentemente insediata<sup>441</sup> – hanno inciso principalmente questioni di *corporate governance*,

---

combinato disposto con P.L. DAVIES, *Board-structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence*, 2001, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=262959](http://ssrn.com/abstract=262959); S. VITOLS, *Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK*, in *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford, 2001, 337 ss. e con U. JÜRGENS, J. RUPP, *The German System of corporate Governance: Characteristics and Changes*, Wissenschaftszentrum Berlin, Berlino, 2002.

<sup>438</sup> M. LUTTER, *Deutscher Corporate Governance Codex*, in *Handbuch Corporate Governance*, a cura di P. Hommelhoff, K.J. Hopt, A. von Werder, Otto Schmidt, Berlino, 2003, spec. 737.

<sup>439</sup> L'impatto di tali politiche è empiricamente esaminato in I. FERRERO-FERRERO, R. ACKRILL, *op. loc. cit.* L'analisi quantitativa, condotta rispetto a 26 *corporate governance priorities*, in relazione a 95 Codici di *corporate governance* elaborati nel periodo 1992-2010 suggerisce che l'*Action Plan* abbia influenzato il regolatore nazionale, ma che l'allineamento nazionale delle *policies* sia marcatamente correlato al luogo, al tempo e all'organo elaboratore del Codice di Autodisciplina. I risultati si differenziano, in termini di convergenza, se la comparazione è condotta tra gli Stati della “vecchia Europa” e della “nuova Europa”: questi ultimi tendono infatti a contraddistinguersi per un allineamento maggiore a tali priorità, anche se i loro codici risalgono a prima del 2003. In altre parole, i pionieri del Codice, i quali hanno incrementato gradualmente la propria *compliance* rispetto alle *best practices*, hanno costituito un modello anche per i nuovi Paesi, hanno tracciato un solco nella direzione della convergenza, ulteriormente rafforzato dalla crisi finanziaria globale.

<sup>440</sup> In una prospettiva evolutiva, appare utile esaminare K.J. HOPT, *Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Grundlagen und Praxisfragen*, in *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag*, a cura di G. Krieger, M. Lutter e K. Schmidt, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2010, 563 ss.

Nel 2017 il numero di raccomandazioni (*der Empfehlungen*) è salito a 115 e il numero di suggerimenti (*der Anregungen*) a dieci. La Commissione non si è in alcun modo limitata agli interventi cosmetici, ma ha anche introdotto innovazioni sostanziali, alcune delle quali erano state oggetto di discussioni controverse. Tra questi, ad esempio, il riferimento al modello di “uomo d'affari rispettabile” (*ehrbaren Kaufmanns*), la raccomandazione di istituire un sistema di *whistleblowers* o la proposta di un dialogo tra il Presidente del Consiglio di Sorveglianza e gli investitori. Le riforme giuridiche pertinenti al codice sono state introdotte in particolare con riguardo alla attuazione della direttiva CSR e della direttiva sulla trasparenza, alla legge di riforma della revisione contabile e alla legge di riforma della vigilanza dei revisori dei conti. La disciplina riflette altresì le modifiche alla prima e alla seconda legge sulla modernizzazione del mercato finanziario, con una rinumerazione completa della legge tedesca sul commercio di valori mobiliari (WpHG) e alla legge tedesca sulle società per azioni (AktG) del 2016. Per quanto attiene alle più recenti evoluzioni intercorse, RINGLEB H.-M. *et al.*, *op. cit.*; A. VON WERDER, *Die aktuellen Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Der Betrieb: mit Recht Innovation sichern*, 2017, vol. 70, n. 14, 769 ss.; K.-P. NAUMANN, *Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 2017 beschlossen*, in *WPg*, 2017, vol. 70, n. 6, 297; M. ROTH, *Entwicklung des Aktienrechts und des Aufsichtsrats Aktiengesetz und Deutscher Corporate Governance Kodex im internationalen Vergleich*, in *Festschrift für Theodor Baums zum siebenzigsten Geburtstag*, 2017, 1023 ss., spec. par. V (ove si confronta la disciplina in tema di *corporate governance* nell'*Aktiengesetz* e nel Codice di autodisciplina, auspicando uno sviluppo di quest'ultimo rispetto al modello monistico) e G. BALP, *Sull'aggiornamento del codice tedesco di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2017, 864-866.

<sup>441</sup> J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, *cit.*, 158 e tabella 4.4.3.

retribuzione e rapporti finanziari<sup>442</sup>.

Il Codice svolge sia un ruolo descrittivo sia un ruolo normativo<sup>443</sup>, dunque, per un verso, rende le norme di sistema più trasparenti e comprensibili agli investitori istituzionali<sup>444</sup>, la cui importanza ha assunto dimensioni per nulla trascurabili entro i confini nazionali<sup>445</sup> e non<sup>446</sup>; per altro verso, individua e seleziona gli *standard* internazionali di rilievo primario<sup>447</sup>.

Come accennato, esso distingue raccomandazioni e suggerimenti, quindi nella dichiarazione annuale di conformità si debbono specificamente indicare le “raccomandazioni” rispetto alle quali la società non è allineata; quanto ai “suggerimenti”, è possibile invece non riportare alcuna spiegazione dettagliata.<sup>448</sup>

Le società debbono anche dichiarare, nelle note delle loro relazioni annuali, la pubblicazione della c.d. dichiarazione di conformità: tuttavia se la presenza di detta informazione nelle note è oggetto di valutazione, il contenuto di essa non lo è – in quanto il revisore (terzo e indipendente) non è tenuto ad esaminare nel dettaglio il comportamento del *management*–. Pertanto le conseguenze economiche positive di una (ulteriore) informativa dipendono dalla loro affidabilità e dal loro livello di autenticità<sup>449</sup>. Il contenuto dei punti in oggetto è però

<sup>442</sup> Amplissima la dottrina tedesca occupatasi del tema: cfr., A.V. WERDER, T. TALAULICAR, G.L. KOLAT, *Compliance with the German Corporate Governance Code: an empirical Analysis of the Compliance Statements by German Listed Companies*, cit.; E. KÜHNE, J. FUSS, *Corporate Governance in Germany*, in *Bus. Law Rev.*, 2003, vol. 24, n. 10, 226 ss.; O. ERHARDT, E. NOWAK, *Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2002, vol. 47, n. 6, 336 ss.; J. KÖKE, *Corporate Governance in Germany: an Empirical Investigation*, Physica, Heidelberg/New York, 2002.

<sup>443</sup> G. CROMME, *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 3, 362 ss.

<sup>444</sup> Il Codice, tra gli altri, offre utili chiarimenti sul sistema dualistico, modello di *governance* largamente prevalente tra le imprese tedesche e pressoché sconosciuto agli operatori di mercato d'oltremontagna e d'oltreoceano. In proposito, si rinvia rispettivamente per un'aggiornata mappatura della diffusione di detto sistema alternativo e per un'efficace trattazione del ruolo dell'autodisciplina nella disamina dello stesso a S. ALVARO, D. D'ERAMO, G. GASPARRI, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, *Quaderni giuridici Consob* n. 7, maggio 2015, spec. a 41 ss. e 57 ss. e K.J. HOPT, *The German Law of and Experience with the Supervisory Board*, gennaio 2016, *ECGI Law Working Paper* n. 305, 2016, a 4.

<sup>445</sup> M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*. Atti del convegno tenutosi a Roma il 13 dicembre 2013, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2015, 5 ss.

<sup>446</sup> Nella letteratura statunitense si parla di “*never-ending rise*”, v. M. KAHAN, E. ROCK, *Embattled CEOs*, in *Texas Law Rev.*, 2010, vol. 88, n. 5, 987 ss., spec. paragrafo III.A.

<sup>447</sup> «The GCGC claims to outline corporate governance rules that are “good” and “responsible”, representing “international best practice”. If this is true, then it should be observable that companies complying to a higher degree have (*ceteris paribus*) a higher value. If the GCGC, as a whole, defines good corporate governance, then a high degree of compliance with its recommendations should have a positive effect on the valuation of a company (and vice versa)», in I. GONCHAROV, J.R. WERNER, J. ZIMMERMANN, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis*, in *Corp. gov.*, 2006, vol. 14, n. 52, 432 ss.

<sup>448</sup> Per le connotazioni, anche linguistiche, di tale divisione, P. ZUMBANSEN, *Neither Public nor Private, National nor International: Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective*, in *J.L. & Soc'y*, 2011, vol. 38, 50 ss., spec. 63 ss.

<sup>449</sup> P.M. HEALY, K.G. PALEPU, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, in *J. Acct. & Econ.*, 2001, vol. 31, n. 1, 405 ss.

potenzialmente<sup>450</sup> oggetto di contenzioso nel caso in cui le informazioni pubblicate siano errate o fuorvianti.

Il governo e la Commissione che si occupa della redazione del Codice auspicano una adozione delle norme (soprattutto) in virtù della pressione esercitata dal mercato dei capitali, nella convinzione che le società che non si attengono appieno a queste norme e che non forniscono una appropriata spiegazione per tale comportamento sopporteranno inevitabilmente conseguenze negative di mercato. Al contrario la fiducia riposta nella forza del mercato potrebbe spiegare le ragioni per cui il legislatore si è astenuto dalla creazione di meccanismi di *enforcement* particolarmente stringenti.

#### 2.4.3.2. Effetti della compliance.

Dal punto di vista teorico, è difficile giudicare se il grado di conformità rispetto alle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina produca effetto in termini quantitativi o meno<sup>451</sup>.

Pur tuttavia, utilizzando un ampio campione di società di capitali quotate tedesche, in dottrina, la rilevanza del grado di conformità rispetto al Codice è stata oggetto di valutazione sulla base dello strumento della regressione. Una prima analisi in tema di *compliance*, una volta identificate le raccomandazioni meno utilizzate, ha provato la correlazione positiva tra *compliance* e aumento del valore delle azioni ed una correlazione negativa tra *compliance* e variazione degli EPS (*Earnings per Share*)<sup>452</sup>. Una seconda ha condotto a comprendere come le imprese del campione con il più alto grado di compliance valgano in media 3,23 €: vi sono dunque pressioni sui mercati dei capitali (o, quantomeno, incentivi) in favore all'adozione delle raccomandazioni codicistiche, nonostante la debolezza dei meccanismi di *enforcement*<sup>453</sup>. Una terza ha valutato, sempre utilizzando la regressione, il grado di conformità al Codice di Autodisciplina, asserendo come il grado di rispetto del Codice costituisca informazione rilevante per il mercato dei capitali. Una quarta, che ha analizzato se la *compliance* produca risultati marcatamente positivi sui mercati, ha invece condotto ad interrogarsi se la realizzazione del dettato normativo tramite meccanismi di *soft law* sia ancora praticabile ovvero se la realizzazione degli obiettivi sia maggiormente raggiungibile tramite una efficace applicazione delle c.d. *mandatory rules*<sup>454</sup>. Una quinta, più recente, ha invece condotto alla considerazione opposta: l'irrilevanza della compliance in una prospettiva quantitativa<sup>455</sup>. Una sesta ha infine dimostrato come la *compliance* debba essere associata a livelli di

---

<sup>450</sup> Nella prassi, ciò si realizza tuttavia in un numero non frequentissimo di casi, v. E. KUHNE, J. FUSS, *op. loc. cit.*

<sup>451</sup> Tra gli studi sull'effettiva portata del principio "comply or explain", v. T. KASPEREIT, K. LOPATTA, D. ONNEN, *Shareholder Value Implications of Compliance with the German Corporate Governance Code*, in *Managerial and Decision Econ.*, 2017, vol. 38, n. 2, 166 ss.; C. ANDRES, E. THEISSEN, *Setting a Fox to Keep the Geese: Does the Comply-or-Explain Principle Work?*, in *J. Corp. Fin.*, 2008, vol. 14, n. 3, 289 ss. Si rinvia inoltre, per i profili che riguardano l'effetto della adesione ai codici di *corporate governance*, P.C. LEYENS, *Self-Commitments and the Binding Force of Self-Regulation with Respect to Third Parties in Germany. ECGI Law Working Paper n. 379/2017*, 2017, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/finalleyens.pdf](http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyens.pdf).

<sup>452</sup> R. BEBENROTH, *German Corporate Governance Code and Most Commonly Unaccepted Recommendations: Introduction and some Explanation*, in *Corporate Ownership & Control*, 2006, vol. 3, n. 2, 10 ss.

<sup>453</sup> I. GONCHAROV, J.R. WERNER, J. ZIMMERMANN, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code have an Impact on Stock Valuation? An Empirical Analysis*, *cit.*

<sup>454</sup> M. STIGLBAUER, P. VELTE, *Compliance with the German Corporate Governance Code and firm performance: a ten-year experience*, in *Int'l J. Behavioural Acct. & Fin.*, 2012, vol. 3, n. 1/2, 5 ss.

<sup>455</sup> M. TILL, E. NOWAK, R. ROLAND, *op. loc. cit.*

ICC più elevati, soprattutto in relazione alle società che operano nei settori di mercato ove la competitività<sup>456</sup> è minore<sup>457</sup>. In base ad essa, il rispetto di una raccomandazione è associato a un *trend* decrescente del valore di ICC pari allo 0,17%.

Questi risultati, annualmente monitorati nel documento annuale che contempla il grado di implementazione del codice nel governo societario delle imprese tedesche<sup>458</sup> e di recente confermati da uno studio indipendente<sup>459</sup>, implicano anche una valutazione positiva rispetto al lavoro svolto dalle commissioni governative (*Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex*) e dagli organi regolamentari. Di più: indirettamente, questi risultati implicano anche una valutazione positiva rispetto all'azione dell'*Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting* (ISAR), che opera in seno alle Nazioni Unite (UN), promuovendo costantemente la *disclosure* nelle comunicazioni inerenti al governo societario.

Di recente, nel 2016, la Commissione ha pubblicato una serie di proposte di aggiornamento, i cui esiti dovrebbero ispirarsi al collegamento tra prassi di governo societario e principi etici, nonché al rafforzamento della trasparenza e all'individuazione del ruolo di comunicazione con gli investitori da parte del Consiglio di sorveglianza.

#### **2.4.4. Francia: autodisciplina e doppio controllo.**

In Francia<sup>460</sup> si è inteso offrire alle società la serie completa di opzioni riportate dalla direttiva, opzioni tra le quali è contemplato il *comply or explain*<sup>461</sup>, da considerarsi quale modello di “*transparence conformiste*”, adottato così da realizzare la trasposizione della direttiva Europea 2006/46/CE<sup>462</sup>.

Nello specifico, il Parlamento francese ha tradotto il requisito comunitario con un doppio meccanismo, sfruttando appieno il carattere alternativo e cumulativo del testo comunitario. In altre parole, la Francia ha fatto proprio un principio traducibile con la forma anglofona «*apply or*

<sup>456</sup> Detto elemento, lungi dall'essere eminentemente quantitativo, genera importanti considerazioni anche a livello societario: «[u]n mercato dei capitali e un sistema di governance efficienti rappresentano ingredienti fondamentali per la competitività di un Paese», E. BARUCCI, *op. cit.*, 27.

<sup>457</sup> T. KASPEREIT, K. LOPATTA, J. ZIMMERMANN, *Does Compliance with the German Corporate Governance Code pay off?*, in *J. Risk Fin.*, 2015, vol. 16, n. 3, 344 ss., spec. a 346.

<sup>458</sup> J. BEYENBACH, M.S. RAPP, C. STRENGER, M. WOLFF, *Kodexakzeptanz 2017: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, aprile 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2954969](http://ssrn.com/abstract=2954969).

<sup>459</sup> T. KASPEREIT, K. LOPATTA, D. ONNEN, *op. cit.*, 166-177.

<sup>460</sup> P.-Y. GOMEZ, *From Colbert to Messier: two Decades of Corporate Governance Reforms in France*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 93 ss.

<sup>461</sup> Cfr. A.-L. BONCORI, I. CADET, *Le Comply or Explain, un avatar de l'accountability*, in *Rev. française de gestion*, 2013, n. 237, 35 ss.; J.-B. POULLE, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise - Le principe «se conformer ou expliquer» en droit boursier*, L'Harmattan, Parigi, 2011; J.-J. PLUCHART, *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise Le principe «se conformer ou expliquer» en droit boursier*, in *Vie & Sciences de l'Entreprise*, 2011, n. 188, 95-96; V. MAGNIER, *Le principe «se conformer ou expliquer», une consécration en trompe l'œil?*, in *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires*, LexisNexis, 2008, n. 23, 3 ss.

<sup>462</sup> B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *Le comply or explain: la transparence conformiste en droit des sociétés*, in *Rev. int. droit économique*, 2009, vol. 23, n. 2, 129 ss., in particolare a 131-133 per i riferimenti alla normativa europea.

*explain, and then if you apply, comply or explain*<sup>463</sup>. Dette opzioni sono però gerarchicamente organizzate: la prima può causare la seconda, ma la seconda non ha ragione di esistere senza la prima.

Ai sensi degli articoli L. 225-37 e L. 225-68 del Codice di commercio, era lasciata alle singole società la scelta di applicare o meno il quadro di *governance*. Ove esse non intendessero applicarlo, ne dovevano illustrare le ragioni, nonché le norme che avevano inteso adottare, sebbene non imposte a livello legislativo. Successivamente, la relazione annuale elaborata dal Presidente del Consiglio di amministrazione ha dato ragione della scelta iniziale compiuta sulla applicazione o non applicazione del quadro normativo di autodisciplina, suggerito e redatto da rappresentanti delle organizzazioni imprenditoriali. Va detto che il disegno di legge (*projet de loi*) iniziale, più scarno e minimalista, in quanto permetteva alle imprese di non dover giustificare la loro decisione di non applicare alcuna norma di autodisciplina, si scontrava però con le previsioni contenute nella Direttiva, ragione per cui è stato accantonato. È infatti prevalso un meccanismo di trasparenza “a doppio innesco” (*à double détente*), che offre alle singole realtà societarie la possibilità di adottare o meno un determinato principio.

Nel corso del tempo, numerose iniziative di natura privata hanno condotto alla realizzazione di un *corpus* normativo in materia di *governance*: i rapporti AFEP-MEDEF<sup>464</sup>, i documenti a cura dell'*Institut français des administrateurs*<sup>465</sup>, dell'*Institut Montaigne*<sup>466</sup> e dell'*Association*

---

<sup>463</sup> B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 140 ss., §2.1.1. V. anche K. DECKERT, C. LIEURY, *Le principe «comply or explain»: suivi et mise en œuvre des codes de gouvernement d'entreprise au Royaume-Uni et en France*, in *Revue internationale des services financiers/Int'l J. for Fin. Serv.*, 2017, n. 4, 38 ss.

<sup>464</sup> Per una ricostruzione evolutiva sul tema, cfr. i rapporti Viénot (AFEP-MEDEF, *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise preside par M. Marc Vienot*, 1995 e 1999), Bouton (AFEP-MEDEF, *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, 2002), sul governo d'impresa (AFEP-MEDEF, *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2003), sulle procedure di controllo interno (AFEP-MEDEF, *Enforcement of the Financial Security Act with regard to the chairman's report on internal control procedures established by the company*, 17 dicembre 2003), sulle remunerazioni (gennaio 2007 e ottobre 2008) e il prodotto dell'unione di tutti questi documenti in AFEP-MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, dicembre 2008. Quest'ultimo è stato in seguito più volte aggiornato (v., per approfondimenti sulla revisione 2010, Y. PACLOT, *La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, in *Rev. sociétés*, 2011, n. 7, 395 ss. e, per approfondimenti sulla revisione 2013 e le raccomandazioni in tema di *say on pay*, B. DONDERO, *Le code Afep-Medef révisé: un nouveau départ*, in *Rev. sociétés*, 2014, n. 1, 7 ss.). La più recente versione, risalente al novembre 2016, è ora oggetto di consultazione (v. AFEP-MEDEF, *L'Afep et le Medef lancent une consultation publique en vue de la révision du Code de gouvernement d'entreprise*, 28 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.afep.com/presse/lafep-et-le-medef-lancent-une-consultation-publique-en-vue-de-la-revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise](http://www.afep.com/presse/lafep-et-le-medef-lancent-une-consultation-publique-en-vue-de-la-revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise), e il testo del documento che si propone di adottare con testo a fronte, consultabile all'indirizzo [consultation.codeafepmedef.fr/z\\_docs/tableau\\_comparatif.pdf](http://consultation.codeafepmedef.fr/z_docs/tableau_comparatif.pdf)). Le modifiche proposte riguardano: le politiche di non discriminazione e diversità, che debbono garantire una rappresentanza equilibrata delle donne e degli uomini all'interno degli organi direttivi (art. 1.7); gli amministratori che rappresentano i dipendenti, i quali debbono essere eletti o nominati nella società che applica il Codice di autodisciplina (qualora più società del gruppo applichino tali disposizioni, gli organi di amministrazione determinano la società, o le società, che possono beneficiare della presente raccomandazione) (art. 7.1); le considerazioni di responsabilità sociale e ambientale, che costituiscono ora parametro ulteriore per la determinazione della remunerazione dei dirigenti (art. 24.1.1, paragrafo terzo); i requisiti dei componenti dell'*Haut Comité de gouvernement d'entreprise*, cui non sarà più richiesto ai fini della nomina di aver esercitato mandati esecutivi (art. 27.1).

<sup>465</sup> IFA, *La gouvernance des sociétés cotées. Synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils*, maggio 2007.

<sup>466</sup> INSTITUT MONTAIGNE, *Mieux gouverner l'entreprise*, marzo 2003.

*française de gestion*<sup>467</sup>, i quali danno prova delle buone intenzioni, come pure della ricchezza di idee utili a promuovere e migliorare la *governance* delle società quotate. Il riferimento ad uno specifico Codice è tassativamente richiesto dalla normativa comunitaria e, tra quelli citati, pare che il legislatore francese<sup>468</sup> abbia inteso compiere riferimento proprio a quel codice sviluppato da parte di organizzazioni di imprese e abbia espresso una preferenza in favore del codice AFEP-MEDEF<sup>469</sup>.

Laddove una società non decida di applicare le previsioni contenute in quest'ultimo, ipotesi destinata comunque a rimanere un caso di scuola<sup>470</sup>, essa non solo dovrebbe giustificare la scelta compiuta, bensì anche illustrare le regole adottate per integrare i requisiti di legge, siano esse collegate ai principi internazionali dell'Ocse, del Comitato di Basilea per il settore bancario<sup>471</sup> o a Codici stranieri, soprattutto nel caso in cui si tratti di società che abbiano la propria sede principale in altro Stato<sup>472</sup>.

Nell'area francese, infatti, il meccanismo del *comply or explain* è concepito in guisa di alternativa alla regolamentazione delle politiche pubbliche di *corporate governance*, unendo così le comunicazioni stesse e il loro contenuto; il vettore e l'oggetto; l'uno richiesto espressamente dal regolatore nazionale, l'altro facoltativo. Ne risulta una combinazione praticabile, sottoposta ad un controllo *ex ante* ed *ex post* da parte dell'autorità<sup>473</sup>, realmente foriera di un miglioramento nel governo societario, come accaduto negli Stati Uniti con l'adozione del *Sarbanes-Oxley Act*<sup>474</sup>.

Peraltro, nel 2013, è stato istituito un Comitato (*Haut Comité*) avente l'incarico di monitorare l'applicazione del Codice adottato, composto da quattro esperti, che in passato hanno assunto cariche di vertice in gruppi internazionali, e tre rappresentanti degli investitori e/o studiosi di *corporate governance*.

Al contempo, è chiaro come detto approccio binario presenti limiti dovuti ad una struttura tanto stereotipata, talora non perfettamente atta a coglierne sfumature ed esigenze precise<sup>475</sup>; come spesso le informazioni in esso contenute siano interpretabili in modo diverso; come, dopotutto, dette considerazioni debbano essere parametrare sia alla qualificazione tipologica di

<sup>467</sup> ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, gennaio 2008.

<sup>468</sup> Le ragioni di tale inclinazione derivano da considerazioni lessicali, v. B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 137 s. e nota 37.

<sup>469</sup> *Contra*, J. CAUSSAIN, *L'état des recommandations*, in *La gouvernance d'entreprise. Entre réalités et faux-semblants*, JCP E, *Cahiers de droit de l'entreprise*, 2005, n. 5, 38.

<sup>470</sup> «Cette dernière hypothèse d'un rattachement libre à un autre code que celui de l'AFEP-MEDEF pourrait bien cependant rester un cas d'école», così B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 139.

<sup>471</sup> Per le ragioni della peculiarità della *governance* bancaria sia consentito rinviare, rispettivamente, a livello generale, a G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, *cit.*, 48, e, a livello di *best practice*, a BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for enhancing corporate governance*, ottobre 2010 (ove, in sede di introduzione, si precisano le ragioni della peculiarità della disamina nel contesto bancario, in seguito approfonditi, spec. a I.1., II.13., II.14., II.16., II.17., II.18.); *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, settembre 1999 e febbraio 2006.

<sup>472</sup> B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 139 e nota 42.

<sup>473</sup> B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 144 ss.

<sup>474</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, a 28 e nota 14.

<sup>475</sup> P. WIRTZ, «*Meilleures pratiques*» de *gouvernance et création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite*, in *Comptabilité Contrôle Audit*, 2005, vol. 11, n. 1, 141 ss.; S. BHAGAT, B. BOLTON, R. ROMANO, *op. cit.*

società (banche e compagnie assicurative hanno, invero, provato una maggiore *compliance* alle previsioni nel periodo di crisi, mentre le familiari o le società c.d. *individually controlled* hanno posto una maggiore attenzione all'indipendenza dei propri consiglieri<sup>476</sup>) sia alla c.d. “*éthique individuelle*”, agli uomini e alle donne che di fatto assumono la propria responsabilità nella guida della società, chiamati a trasmettere il *business* etico, che già in loro risiede<sup>477</sup>.

Onde ridurre i rischi di cui si è detto, per loro natura ineliminabili, in altri Paesi si è registrato un allargamento del ventaglio delle possibili soluzioni atte a facilitare una comprensione comune dei principi di autodisciplina, servendosi di note, linee guida, precisazioni – tenendo a modello la c.d. *Turnbull Guidance*. Al contrario, in Francia, sono stati solamente elaborati chiarimenti per parte della *Corporate Governance Committee*, la quale ha a propria volta avviato un intenso dialogo con i vertici societari e gli investitori, dialogo che, sebbene non abbia condotto ad una marcata riduzione dell'ampiezza interpretativa rispetto alle questioni affrontate nel Codice<sup>478</sup>, è stato comunque foriero di positivi impatti normativi<sup>479</sup>.

Si segnala che, nel 2016, subito dopo aver adottato linee guida per assicurare l'applicazione ed evitare scostamenti notevoli rispetto alle raccomandazioni del Codice<sup>480</sup>, l'AFEP ha sottoposto a consultazione una revisione delle *best practices*, proponendo, in particolare e tra l'altro: (i) una precisa distinzione tra amministratori esecutivi e non esecutivi; (ii) una reale indipendenza per il consigliere cui vengano assegnate funzioni in materia di governo societario e rapporti tra azionisti; (iii) un riferimento, tra le varie presunzioni di non indipendenza, della corresponsione di una remunerazione variabile; (iv) un allineamento (con conseguente eliminazione di eventuali ripetizioni) tra norme regolamentari e autodisciplina in materia di quote di genere; (v) una parametrizzazione rispetto alle *performance* realizzate della remunerazione dei consiglieri di amministrazione, utilizzando a tal fine la componente variabile della remunerazione, debitamente determinata secondo criteri rigorosi, trasparenti e di lungo periodo, e attribuendo efficacia vincolante al voto negativo che gli azionisti avessero ad esprimere sul punto; (vi) una rafforzata trasparenza rispetto a compensi eccezionali ed indennità di fine carica, non dovendo quest'ultima superare un valore pari a due annualità, comprensive di componente fissa e variabile, e dovendo la stessa essere motivata e resa nota al pubblico.

---

<sup>476</sup> L'osservazione trova fondamento empirico in J.-C. DUHAMEL, B. FASTERLING, C. REFAIT-ALEXANDRE, *Seeking Legitimacy Through Complying with Corporate Governance Codes: An Analysis of 'Comply or Explain' Disclosures by Companies in the French SBF 120*, 2012, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2039316](https://ssrn.com/abstract=2039316), scritto in cui gli AA. sottolineano pure il frequente allineamento della *disclosure* societaria alle aspettative ed al livello di comprensione-implementazione delle informazioni fornite (*rectius*, alle “*information-processing capacities*”), persino rafforzando la disciplina normativa loro imposta a livello nazionale, come accade per le società comprese nell'indice borsistico principale del Paese, il CAC40.

<sup>477</sup> «Or cette indépendance est peu de chose si elle n'est que formelle, reposant seulement sur des structures et critères déterminés *a priori* par les codes de gouvernance. Ce sont les hommes et les femmes chargés de conduire la société qui doivent, subjectivement, véhiculer une éthique des affaires, dont nous avons la conviction qu'elle ne se décrète pas mais réside dans le for intérieur. De cette subjectivité découlera potentiellement une divergence d'entendement sur la réalité concrète que recouvre la mise en œuvre formelle et conformiste des principes de gouvernance, d'où ces risques d'asymétries d'informations bien connus de la discipline financière», B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 141 e nota 49.

<sup>478</sup> I. MACNEIL, X. LI, *op. cit.*, 489 e nota 48.

<sup>479</sup> «S'agissant de la France, aucun guide d'interprétation des dispositions des rapports AFEP-MEDEF n'a été élaboré, pas plus que l'AMF n'a pour fonction d'opérer l'interprétation de ces recommandations ou qu'il n'existe de structure permanente en charge de cette tâche», così B. FASTERLING, J.-C. DUHAMEL, *op. cit.*, 142.

<sup>480</sup> AFEP-MEDEF, *Guide d'application du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, novembre 2015.

#### **2.4.5. Spagna: tra *compliance* e mercato.**

Introdotta nel 2003<sup>481</sup>, il Codice di Autodisciplina spagnolo, noto anche come *Código Aldama*, aggiornato, poi, nel 2006<sup>482</sup> e 2013, *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* e, infine, nel 2015, *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*<sup>483</sup>, è di recente stato sottoposto a prova empirica<sup>484</sup> avente ad oggetto la reazione degli investitori rispetto alle notizie di adesione al Codice medesimo. I risultati di *event study* e di *association analysis* mostrano, da un lato, che gli investitori reagiscono a questo tipo di pratiche, dall'altro, che il segno della loro reazione dipende dalla natura ed estensione della raccomandazione ed, infine, che le imprese più trasparenti non ottengono invece prezzi di mercato più elevati nel medio lungo termine. In altre parole, la divulgazione dei Codici di *corporate governance* si attiva rispetto alle notizie di *compliance* nel breve periodo. Parimenti, la possibilità di distinguere contenutisticamente diversi tipi di raccomandazioni ha permesso di provare come le comunicazioni che richiedono un maggiore impegno da parte delle società ai fini della *compliance* generino una reazione dei prezzi positiva<sup>485</sup> e direttamente proporzionale rispetto all'impatto della raccomandazione adottata sulla riduzione dei problemi di agenzia. Tuttavia questo genere di informazioni non rappresenta valori rilevanti per gli investitori al fine dell'assunzione di decisioni *long-term*.

Se, dunque, nel breve periodo, il mercato spagnolo reagisce alle notizie di *compliance*, in relazione a cui sono state di recente elaborate *guidelines* applicative<sup>486</sup>, è opportuno ricordare come i Codici e la legislazione si evolvano parallelamente ai mercati e agli investitori, richiedendo così, in futuro, valutazioni ulteriori, più complesse.

#### **2.4.6. Portogallo: dualità nei Codici, unicità nella *compliance*.**

In Portogallo, due sono i Codici di Autodisciplina elaborati: da un lato, il *Código de Governo das Sociedades da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliário*, commissione istituita nel 1999, con il compito di vigilare e regolamentare il mercato degli strumenti finanziari, nonché di supervisionare il Codice, di valutare il pregio delle motivazioni allegate dai singoli emittenti e di sanzionare, se necessario, le società *non-compliant*), pubblicato nella sua prima versione nel 1999; dall'altro, il *Código de Governo das Sociedades da IPCG (Instituto Português de Corporate Governance*, il

<sup>481</sup> A tale periodo risalgono anche le prime analisi dottrinali sul tema a livello nazionale: cfr. E. ALDAMA, *Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 2003 e E. FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ, S. GÓMEZ-ANSÓN, A. CUERVO-GARCÍA, *The stock market reaction to the introduction of best practices codes by Spanish firms*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2004, vol. 12, n. 1, 29-46.

<sup>482</sup> R. BANEGAS OCHOVO, M. MANZANEQUE LIZANO, A. SIMÓN SAIZ, F. TEJEDO ROMERO, *Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España*, in *Lan harremanak: Revista de relaciones laborales*, 2006, n. 14, 57 ss.; J.M. CUEVAS SALVADOR, *El Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, in *Cuenta con IGAE*, 2006, n. 15, 37 ss. Successivamente, ponendo l'accento sul ruolo delle quote di genere e sulle politiche retributive, cfr. P.C. SÁNCHEZ, J.P. SÁNCHEZ BALLESTA, E.G. MECA, *Factores explicativos del buen gobierno en la empresa española*, in *Revista de Contabilidad*, 2012, vol. 15, n. 2, 237 ss. e A. GALLEGU, J. BRIONES, *La diversidad de género en el Código Unificado español y la práctica empresarial*, in *Pecunia*, 2007, n. 4, 1 ss.

<sup>483</sup> L. DE CARLOS BERTRÁN, *La sociedad cotizada*, in *Actualidad jurídica*, 2015, n. 39, 31 ss.

<sup>484</sup> N. UTRERO-GONZÁLEZ, F. J. CALLADO-MUÑOZ, *Do Investors react to Corporate Governance News? An Empirical Analysis for the Spanish Market*, in *BRQ Business Research Q.*, 2016, vol. 19, 13 ss.

<sup>485</sup> A livello empirico, analizzando 77 società non spagnole, bensì tratte dal database SEC-EDGAR, così concludono anche A. PICOU, M.J. RUBACH, *Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines*, in *J. Bus. Ethics*, 2006, vol. 65, n. 2, 55 ss.

<sup>486</sup> *Guía técnica de buenas prácticas para la aplicación del principio «cumplir o explicar»*, luglio 2016.

quale si dà carico di un periodico aggiornamento), la cui prima edizione risale al 2012. Ai sensi della normativa applicabile alle quotate, le società possono aderire al primo, al secondo, ovvero ad un codice estero, purché richiamato nella relazione finanziaria annuale dell'emittente. Quanto alle funzioni di *monitoring*, la CMVM elabora un rapporto annuale, in forma aggregata e anonima (evidenziando talora la *compliance* di alcune società specificamente individuate), ove sinteticamente riporta le statistiche sulla *compliance* e sulla qualità delle spiegazioni fornite in caso di *non-compliance*; parimenti, anche l'*Universidade Católica Portuguesa*, per conto dell'associazione delle emittenti portoghesi (*Portuguese Issuers Association*), verifica il grado di *compliance* con le raccomandazioni del Codice CMVM in relazioni alle società quotate sul mercato *Euronext Lisbon*.

#### **2.4.7. Paesi Bassi: autodisciplina e *long-termism*.**

Sebbene i Paesi Bassi siano stati tra i primi Paesi europei ad assimilare il principio oggetto di disamina nel proprio diritto societario<sup>487</sup>, il funzionamento del *comply or explain* riportato in detto sistema non è particolarmente noto nella prassi<sup>488</sup>.

---

<sup>487</sup> E. WYMEERSCH, *Corporate Governance Codes and Their Implementation*, *Univ. of Gent Financial Law Institute Working Paper n. 10, 2006*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=931100](http://ssrn.com/abstract=931100) e, in generale, J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 193 ss.

<sup>488</sup> Cfr. K. DE ROO, *De Corporate Governance Code en het Drijfzand van de Open Norm (The Corporate Governance Code and the Quicksand of the Open Norm)*, in *Ars Aequi*, 2015, vol. 4, 257 e D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the 'comply-or-explain' principle*, cit. Nel primo scritto, l'A. affronta il quesito relativo al fatto che il *comply or explain* – da intendersi non quale principio speciale o diritto sostanziale, bensì quale forma di regolamentazione alternativa – si sia sviluppato o meno in modo appropriato e proficuo. Di qui si discute del valore del principio stesso e della sua evoluzione nella giurisprudenza olandese, sostenendo che l'applicazione del Codice da parte della giurisprudenza (*Ondernemingskamer* e *Hoge Raad*) sia essenziale. Una attenta disamina della prassi conduce ad osservare come la libertà di deviare dal codice sia in realtà fortemente limitata dal rischio di conflitto con la legge, tanto che il “*comply or explain*” equivale, nei fatti, ad un “*comply or comply*”. Pare dunque che la legge olandese non sia in grado di fornire terreno fertile all'autodisciplina; al contrario, quanto più si tende a muovere passi verso l'autodisciplina, tanto più si fa invece ritorno alle norme di diritto. Una disamina empirica, benché non recente, sottolinea come l'aspetto maggiormente meritevole di considerazione (e revisione) sia la qualità delle spiegazioni fornite, troppo spesso generiche o assenti nel campione oggetto d'esame (R. ABMA, M. OLARTS, *Is the Comply or Explain Principle a Suitable Mechanism for Corporate Governance Throughout the EU? The Dutch Experience*, in *Eur. Comp. Law*, 2012, vol. 9, 286 ss.).

In Belgio, dal 2009<sup>489</sup>, il Codice – la cui prima versione risale al 2004, emendata poi nel 2009 – è riconosciuto come Codice di riferimento dalla legge belga. In base ad esso, una corretta illustrazione delle ragioni di disapplicazione equivale alla *compliance*, mentre la mancata spiegazione costituisce violazione di legge. Istituita contestualmente alla prima pubblicazione del Codice, su iniziativa della Commissione Banca, Finanza e Assicurazione, Federazione degli imprenditori del Belgio ed Euronext Bruxelles, la *Corporate Governance Committee* ha successivamente (nel maggio 2007) assunto la forma legale di fondazione privata, con il compito di contribuire all'evoluzione della *governance* tra le società quotate attraverso il *monitoring enforcement* del Codice, di proporre revisioni contenutistiche e aggiornamenti, come pure di predisporre iniziative volte ad implementare prassi di buon governo societario e di emanare Linee Guida in materia<sup>490</sup>. Il Comitato è attualmente composto da ventuno membri ordinari incluso il Presidente, che compiono il proprio mandato triennale con l'ausilio di un *Working Group* permanente, a propria volta composto da sette membri. Le attività di monitoraggio esterno rispetto all'applicazione del codice sono condotte da *Guberna* e *Fédération des Entreprises de Belgique* (FEB), in particolare riguardo all'osservanza del *comply or explain*. Esse confluiscono in un documento descrittivo della *governance* adottata dalle società appartenenti agli indici BEL 20, BEL Mid e BEL Small nell'esercizio precedente. Analogamente a quanto accade in Italia, nel mese di dicembre, l'autorità di vigilanza belga FSMA (*Financial Services and Markets Authority*) pubblica un *report* sul livello di adesione al codice, che riguarda tutte le quotate sino al giugno dell'anno precedente.

In Olanda, ove il primo codice risale al 2003, il Comitato (*Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee*) è stato inizialmente istituito nel 2009, con mandato quadriennale, e successivamente rinominato nel 2013. Esso presenta una composizione mista, data la presenza di soggetti di nomina governativa e ministeriale, Presidenti di società quotate e docenti universitari. Il Comitato ha il compito di favorire il livello di implementazione del Codice, è responsabile della revisione del medesimo, nonché dell'attività di monitoraggio relativa al livello di *compliance* delle quotate e degli investitori istituzionali rispetto al Codice. Il Comitato procede annualmente alla valutazione dello stato di attuazione del Codice e alla pubblicazione di un *report* che, in forma sintetica e anonima, descrive il livello di applicazione, con particolare attenzione per argomenti quali indennità di fine mandato, qualità della spiegazione fornita in caso di non-applicazione delle raccomandazioni, voto degli investitori istituzionali, composizione del Consiglio e valutazione delle funzioni da esso svolte.

Il Codice di Autodisciplina olandese<sup>491</sup> consta di raccomandazioni atte a creare un condiviso *set* di *standards* per regolare la condotta del *management*, dei membri del Consiglio di sorveglianza e degli azionisti. Rispetto ad altri, il documento in questione si differenzia in quanto richiede che le società quotate includano nella loro relazione annuale una dichiarazione di conformità, dove illustrare la conformità o meno alle raccomandazioni specifiche.

Anzitutto, un riferimento al *comply or explain* è incorporato nel preambolo della nuova versione, dove si sottolinea (*provision I*) che *management* e *supervisory board* sono responsabili per la costante verifica della struttura della società e per la *compliance*, essendo in concreto tenuti a fornire ragioni e spiegazioni in sede assembleare per le scelte compiute (nonché in un capitolo separato

---

<sup>489</sup> Per un confronto tra la versione *de quo* e quella antecedente, v. J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 140.

<sup>490</sup> Ne è un esempio l'emanazione di Linee guida sul rapporto tra *audit committee*, *audit* interno e *audit* esterno.

<sup>491</sup> Ampiamente, H. VOOGSGEERD, *Corporate governance codes: Market- of Rechtsarrangement?*, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen, n. 55, Kluwer, Deventer, 2006.

del *report* annuale, *provision I.1* e *Bulletin of Acts and Decrees, 2004*). Le motivazioni allegate costituiranno oggetto di attenzione e particolare interesse da parte degli azionisti, i quali dovranno eventualmente dialogare con gli organi sociali, evitando che questi ultimi si pongano in una prospettiva squisitamente compilativa dinanzi ai principi dell'autodisciplina. Il Consiglio di amministrazione potrebbe essere considerato persino responsabile laddove la relazione annuale non rechi informazioni corrette nella dichiarazione.<sup>492</sup> Invero, in una prospettiva empirica, appare evidente come: (i) talune società siano maggiormente inclini ad avvicinarsi al Codice e a rispettarlo per ragioni simboliche, anziché per ragioni di condivisione sostanziale; (ii) talaltre società non illustrino in modo corretto, ovvero non dettagliato rispetto alle esigenze di ciascuna società, le deviazioni dal Codice<sup>493</sup>; (iii) altre società ancora non seguano le migliori prassi e, nonostante ciò, il loro governo societario funzioni perfettamente<sup>494</sup>.

La novella dell'8 dicembre 2016 avvicina il codice danese<sup>495</sup>, applicabile alle società adottanti prevalentemente un sistema dualistico a partire dal successivo mese di gennaio, al documento elaborato nel settembre del medesimo anno dall'*International Business Council of the World Economic Forum*<sup>496</sup> e pensato per società adottanti prevalentemente un sistema monistico. Al di là della differenza segnalata, è evidente come i due documenti condividano l'ottica di lungo periodo<sup>497</sup> con la quale debbono operare le società, nonché la maggiore attenzione a politiche ambientali e sociali e a temi di responsabilità sociale d'impresa<sup>498</sup>, di cui si è detto (v. *supra* 2.2.1. Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario).

---

<sup>492</sup> E. GROENEWALD, *Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2005, vol. 6, n. 2, 291 ss. Ivi l'A. sottolinea peraltro come l'introduzione del Codice in parola costituisca una delle due principali innovazioni in tema di diritto del governo societario nel Paese: «first, the history and existence of the so-called 'structure regime' for large companies and, second, the discussions about a code of conduct for listed companies».

<sup>493</sup> Ad esempio, tendono a fornire spiegazioni meno dettagliate per il mancato rispetto delle raccomandazioni quelle società caratterizzate da un maggiore livello di debito, come prova R.B.H. HOOGHIEMSTRA, *What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code?*, in *Acct. & Bus. Research*, 2012, vol. 42, n. 1, 1 ss. Non solo. Detto studio documenta l'esistenza di una positiva correlazione tra informativa sulla *compliance* e concentrazione proprietaria, così come tra coesione Consigliare e informativa. Al contrario, esso rileva una correlazione negativa tra leva finanziaria e informativa.

<sup>494</sup> «A firm is allowed to deviate from a code's best practice provision and as long as the firm allows investors to make an informed assessment of the justifiability of the deviation, deviating from a code's best practice provision itself is not necessarily a sign of bad governance», così R.B.H. HOOGHIEMSTRA, *op. cit.*, 20 s.

<sup>495</sup> Sia consentito rinviare tanto al documento oggetto di consultazione, DUTCH MONITORING COMMITTEE, *Proposal for revision. An invitation to comment*, febbraio 2016, disponibile all'indirizzo [www.mccg.nl/?page=3782](http://www.mccg.nl/?page=3782), quanto alla versione finale *The Revised Dutch Corporate Governance Code 2016*, dicembre 2016, disponibile all'indirizzo [www.mccg.nl/?page=3779](http://www.mccg.nl/?page=3779), ulteriormente aggiornata nel novembre 2017 (il testo, in lingua danese, è consultabile all'indirizzo [corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger\\_for\\_god\\_selskabsledelse\\_2017.pdf](http://corporategovernance.dk/sites/default/files/media/anbefalinger_for_god_selskabsledelse_2017.pdf)).

<sup>496</sup> V. *infra* 3.1.3.3. The New Paradigm.

<sup>497</sup> V., in particolare, §1.1.1, 1.1.2, 1.1.3 e 1.1.4 del Codice danese.

<sup>498</sup> H. LIANG, L. RENNEBOOG, *On the Foundations of Corporate Social Responsibility*, in *J. Fin.*, 2017, vol. 72, n. 2, 853 ss.

Le peculiarità del Codice<sup>499</sup> non si limitano però a questo avvicinamento tra l'una e l'altra sponda dell'Atlantico, al contrario esse influiscono anche<sup>500</sup> nelle più profonde radici della *soft regulation*: per ogni deviazione dalle norme codicistiche, infatti, le società sono chiamate a descrivere: (i) in che modo la decisione di deviare rispetto a quelle norme è stata raggiunta; (ii) quando la società intenda tornare ad osservare le norme; (iii) quale approccio alternativo sia stato eventualmente adottato e (iv) come ciò si correli all'obiettivo cui la norma che qui rileva è ispirata.

#### **2.4.8. Svezia: una rigorosa autodisciplina.**

In Svezia, i Codici di Autodisciplina hanno condotto ad un significativo contributo al benessere della società e alla crescita economica. Prima del luglio 2005, pur essendo alcune informazioni *opportune* in relazione alle parti interessate (ad esempio sui dipendenti, sull'ambiente circostante, sulle relazioni sociali), esse erano da ritenersi come assolutamente *volontarie*. Successivamente, in seguito agli scandali che si sono verificati, si è inteso rafforzare la *compliance* rispetto al codice, così da rispondere al migliore interesse sociale di protezione per investitori e società<sup>501</sup>.

Costituito da leggi e regolamenti volti a fornire un quadro dei principi societari generalmente accettati in Svezia, il Codice rileva soprattutto per le società con azionariato diffuso quotate nella Borsa valori di Stoccolma. Dette società, se appartenenti al gruppo A ed O, con un valore di mercato di almeno tre miliardi di corone svedesi, sono state sottoposte alle norme di cui si è detto dal primo luglio 2005. Gradualmente, le società coinvolte sono aumentate, e ora anche le società a responsabilità limitata non quotate con sede al di fuori dei confini nazionali, ma aventi valore di mercato superiore a tre miliardi di corone svedesi, sono sottoposte ai principi di autodisciplina.

Naturalmente l'implementazione del Codice, di adozione volontaria,<sup>502</sup> implica disponibilità di tempo e dispendio di denaro, anche per parte delle società di dimensioni minori, rispetto alle quali l'adozione dei principi sarà dunque estremamente graduale e caratterizzate da un numero di

---

<sup>499</sup> V. anche, sebbene in estrema sintesi, COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 8.

<sup>500</sup> Sette sono i punti principali per la revisione del Codice: (i) la creazione di valore di lungo periodo; (ii) il rafforzamento delle modalità di gestione del rischio; (iii) l'accento rispetto all'efficace gestione da parte del *management* e alla supervisione; (iv) la cultura del governo societario, promuovendo apertura delle società nei confronti degli azionisti, partecipazione dei lavoratori (in linea con il "Culture Project" inglese, «[t]he Committee believes that the Code could pay attention to culture more empathically. Culture ay encourage people to take action by providing guidance in everyday choices. This makes culture one of the driving forces to an effective operation of the company's corporate governance», a 37 e note 14-15); (v) la semplificazione dei principi in tema di remunerazione, allineandoli alle novellate norme nazionali ed europee; (vi) la partecipazione degli azionisti alle assemblee e quella degli amministratori alle adunanze consiliari nonché (vii) il chiarimento dei requisiti riguardanti la qualità delle spiegazioni fornite.

<sup>501</sup> «The Swedish Code of Corporate Governance was implemented [...] to increase the *trustworthiness* [so that] investors might feel more secure to know that the companies are revising their corporate governance function», T. PERSSON, H. KARSBERG, K. ARTSBERG, *Swedish Code of Corporate Governance: a Study of the Compliance with the Code Among Swedish Listed Companies, Paper* discusso presso l'Università di Uppsala, 2005, Högskolan i Jönköping, Internationella Handelshögskolan, IHH, Företagsekonomi (corsivo aggiunto).

<sup>502</sup> KODGRUPPEN, *Svenske kod för bolagsstyrning*, Fritz offentliga publikationer, Stoccolma, 2004.

divergenze maggiore rispetto alle *best practices* suggerite<sup>503</sup> alle società di dimensioni maggiori. L'implementazione di cui si è detto è oggetto di supervisione da parte del Consiglio di amministrazione e, anche in questo caso, le deviazioni dallo stesso – decisamente insoddisfacenti nel 25% dei casi<sup>504</sup> – non sono oggetto di valutazione per parte di alcuna specifica autorità: l'unico *enforcement* è dunque il mercato. Alla luce dei dati derivati da talune analisi di mercato, la *compliance* – fortemente influenzata da dimensioni sociali, profili culturali, caratteristiche soggettive e inclinazioni dei *managers*, struttura proprietaria, dimensioni del Consiglio, tipologia di *business*, costi di implementazione delle *best practices* e loro livello di complessità (reale o percepito), burocrazia, tempistiche necessarie, e vocazione internazionale – risulta minore per quanto attiene ai requisiti assembleari; maggiore per quanto attiene alla *disclosure* sulla *governance*.

Al fine di attrarre risorse tanto a livello nazionale quanto a livello internazionale si richiedono solida reputazione, immagine di realtà socialmente responsabile, positiva eco nei *media*. Trattasi di elementi-chiave e ragioni forti in favore della *compliance*, che è considerata *de facto* obbligatoria da parte della maggioranza delle società. Di qui, l'esigenza di conformarsi alle pratiche suggerite dal codice, nonché di spiegare eventuali deviazioni rispetto allo stesso, visto che società caratterizzate da livelli di *compliance* non elevati potrebbero essere oggetto di una non positiva valutazione da parte dei *media*. La comprensione delle ragioni vere e proprie è tuttavia ottenibile mediante una attenta valutazione del rapporto tra *management* e proprietari, i quali indirettamente controllano il *business*<sup>505</sup>.

Strutturalmente il Codice assume una connotazione leggermente diversa da quella di altri Codici citati, articolandosi in cinque sezioni principali, a loro volta suddivise in sottotitoli relativi a: assemblea, consiglio di amministrazione, collegio sindacale, *management*, informativa societaria<sup>506</sup>.

Pur tuttavia, dallo studio delle rilevazioni empiriche si evince che le società che se ne avvalgono non debbano attendersi risultati di particolare rilievo in ragione dell'adozione di tali principi<sup>507</sup>, in quanto: (i) il Codice è visto come sostanzialmente obbligatorio, anche se non formalmente tale, e (ii) a dispetto di quanto asserito in linea generale, non appare realistico

---

<sup>503</sup> Cfr. C. SVERNLÖV, *Svenske kod för bolagsstyrning med kommentarer för praktisk tillämpning*, Norstedt Juridik AB, Stoccolma, 2006 e M. KENANI, E. PERSSON, *To comply or not? The Effect of the Swedish Code of Corporate Governance on the annual reports listed companies*, Jönköping International Business School, Jönköping, 2006.

<sup>504</sup> E. BOSTRÖM, J. LINDEROT, *Svenske Kod för Bolagsstyrning "En granskning av bolagsstyrningsrapporter"*, Uppsala Universitet Företagsekonomiska institutionen, Uppsala, 2006.

<sup>505</sup> K. ARTSBERG, *Redovisningsteori -policy och – praxis*, Liber Ekonomi, Malmö, 2005.

<sup>506</sup> KODGRUPPEN, *Svenske kod för bolagsstyrning*, Fritz offentliga publikationer, Stoccolma, 2004.

<sup>507</sup> Lo studio, sebbene non recentissimo, cui si rinvia, contempla molteplici questioni e in più passaggi sottolinea i propri limiti, tra essi la necessità di una prospettiva operativa in un più lungo periodo rispetto all'introduzione del Codice di Autodisciplina svedese, onde coglierne i risultati (T. PERSSON, H. KARSBERG-K. ARTSBERG, *Swedish Code of Corporate Governance: a Study of the Compliance with the Code Among Swedish Listed Companies*, cit.).

Per verificare se effettivamente vi sia stata una *compliance* rispetto a tali principi, assumendo appunto una prospettiva temporale più ampia, altri studi sono stati condotti, assumendo anche una prospettiva geografica più estesa: cfr. J.B. ANDERSSON, *Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain - A Critical Review*, in *The European Financial Market in Transition*, a cura di H. Birkmose, M. Neville, K. Engsig Sørensen, Kluwer Law International, 2011; *Nordic & European Company Law Working Paper n. 10-19*; e, specificamente, in Danimarca, C. ROSE, K.M. DOLATA, *Corporate Governance i danske børsnoterede selskaber, Revision og Regnskabsvæsen* 79, No. 12, 2010, 46 ss. e P. KROGER ANDERSEN, *New Recommendations for Good Corporate Governance in Denmark*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2002, 359.

ritenere l'utilizzo del Codice uno strumento perfettamente atto a prevenire gli scandali e ad incidere sulla effettività della *governance*.

Il Codice stesso è stato indicato quale modello di riferimento cui tendere, in guisa di “esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società”. Ne discende che l'informativa deve rivestire carattere di estrema analiticità, ovvero «la società deve dichiarare chiaramente quali regole del Codice ha disatteso, spiegare le ragioni di ogni singola inosservanza e descrivere la soluzione adottata in alternativa»<sup>508</sup>.

#### **2.4.9. Grecia: una recentissima autodisciplina.**

In Grecia, nell'affrontare i temi chiave della *governance*, le normative<sup>509</sup> nazionali risultano perfettamente armonizzate a quelle europee<sup>510</sup>. Esse si inseriscono in un sostrato economico-istituzionale creatosi in modo endogeno, soprattutto in ragione degli eventi che hanno affetto il mercato dei capitali nazionale nel 1999.<sup>511</sup> Rilevano tra esse, particolarmente, la L. 3693/2008 sulla armonizzazione della legislazione rispetto alla direttiva europea 2006/43/CE relativa alle revisioni legali dei conti annuali e al consolidamento dei conti, che impone la creazione di comitati *audit* e obblighi di informativa e significativa *disclosure*; la L. 3873/2010 sul recepimento delle direttive 2006/46/CE e 2007/63/CE, che prescrivono alle società quotate di pubblicare una dichiarazione annuale in tema di *governance* sul rapporto annuo; la L. 3884/2010 sull'integrazione della direttiva 2007/36/CE sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti, ivi compresi alcuni obblighi di *disclosure* prima delle assemblee generali. Quindi, in virtù della L. 3873/2010, nel 2011, la Associazione Ellenica delle Imprese (SEV) ha introdotto il Codice, composto da 64 raccomandazioni e funzionante secondo il *comply or explain*.

Stante l'introduzione relativamente recente delle disposizioni di cui sopra, non sono moltissime le voci dottrinali espresse e gli studi empirici condotti al riguardo<sup>512</sup>. In ogni caso, l'efficacia del meccanismo deve essere letta unitamente agli obiettivi che lo stesso si prefigge: rafforzare conoscenza e familiarità rispetto al concetto di *accountability*, incrementare il ruolo

---

<sup>508</sup> ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*, cit., 9 e S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 53 e nota 148, ove si rinvia al principio 10.1 del Codice svedese.

<sup>509</sup> Cfr. M. NERANTZIDIS, *Recent Corporate Governance Developments in Greece*, in *Corp. Gov.: Int'l J. for Effective Board Performance*, 2014, vol. 14, n. 3, 281 ss.; M. HARILAOS, *The Effectiveness of Corporate Governance Policy in Greece*, in *J. Fin. Reg. Compl.*, 2011, vol. 19, n. 3, 222 ss.; T. LAZARIDES, *Corporate Governance Law Effect in Greece*, in *J. Fin. Reg. Compl.*, 2010, vol. 18, n. 4, 370; P.K. STAIKOURAS, *Corporate (mis)Governance: a Critical and Comparative Analysis for the Case of Greece*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2006, 1130; C. PAVLOU, I. BOKOROU, *Greece: Corporate Governance*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, 2003, vol. 22, n. 10, 109; M. TSIBRIS, N. MOUSSAS, *Corporate governance in Greece*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, 2002, vol. 21, n. 10, 115 ss.; H. MERTZANIS, *Principles of Corporate Governance in Greece*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2001, vol. 9, n. 2, 89 ss.

<sup>510</sup> Cfr. L.J. SPANOS, *Corporate Governance in Greece: Developments and Policy Implications*, in *Corp. gov.*, 2005, vol. 5, n. 1, 15 e C. CLARK WILLIAMS, E. SEGUÍ-MAS, *Corporate Governance and Business Ethics in the European Union: a Cluster Analysis*, in *J. Global Resp.*, 2010, vol. 1, n. 1, 98 ss. Ci si interroga, sul punto, se detta vicinanza alla disciplina europea sia dovuta principalmente al fine di rafforzare i diritti degli azionisti di minoranza, come suggerito in dottrina da Hopt, cui rinvia M. NERANTZIDIS, *Measuring the quality of the “comply or explain” approach*, in *Managerial Auditing J.*, 2015, vol. 30, n. 4/5, 373 ss.

<sup>511</sup> L.J. SPANOS, *op. loc. cit.*

<sup>512</sup> Per tutti, M. NERANTZIDIS, *Measuring the quality of the “comply or explain” approach*, cit., ove l'A. valuta non solo il grado di conformità con le pratiche del Codice, ma anche il contenuto delle spiegazioni addotte in caso di inosservanza, così fornendo spunti nuovi per misurare l'effettiva applicazione del *comply or explain*.

potenziale degli *auditors* nel controllo dei documenti societari e contribuire alla discussione sulla riforma del principio medesimo.

*What lies behind us and what lies before us are tiny matters compared to what lies within us.*  
— Ralph Waldo Emerson

### 3. COMPLY OR EXPLAIN NEL CONTESTO INTERNAZIONALE.

Come dimostrato nei paragrafi precedenti, «[t]he codes and their inherent problems have been readily exported. The Cadbury model of principles-based regulation with a meta-regulatory oversight has had a massive impact globally with the majority of common law countries (...) and civil law countries (...) adopting similar approach to corporate governance. The codes in some common law countries do exhibit limited departures from the United Kingdom model, but most largely reflect it. Those departures [most distinct in the South African Code, the Indian Code and the Nigerian Code] are indicative of the distinct cultural concerns in particular countries»<sup>513,514</sup>.

Tra i Paesi di *common law*, la presente trattazione si concentra sul contesto statunitense, prima, su quello canadese, poi, su quello neozelandese, infine, con lo scopo di comprendere i connotati strutturali che detti ambiti nazionali presentano, fornendo al lettore gli strumenti necessari per poter contestualizzare le argomentazioni successive circa il confronto tra *comply or explain* ed *enforcement*.

---

<sup>513</sup> L. TALBOT, *op. cit.*, 162 s., cui si rinvia per riferimenti più precisi – *inter alia* – al Codice di Hong Kong (cfr. K.L.A. LAU, *The new Corporate Governance Code for Hong Kong listed Companies. Hong Kong Slightly Improves*, in *CFO Innovation Asia*, 18 dicembre 2014; J. WONG, *Lifting Standards in Listed Companies: the Hong Kong Stock Exchange publishes its Consultation Conclusions on the Corporate Governance Code*, in *Mondaq Business Briefing*, 5 dicembre 2011; *Application of Corporate Governance Theories*, in *Company Lawyer*, 2005, vol. 26, n. 11, 345 ss.) e Singapore (cfr. L. WONG, *Singapore's Code of Corporate Governance: a Code of Best Confluence?*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, 2003, vol. 22, n. 7, 59 ss. e L. BOXALL, *Explaining "comply or explain"*, in *Business Times Singapore*, 26 gennaio 2015, in cui l'A. si esprime in ragione della introduzione di una disposizione che applica detto meccanismo anche in tale contesto geografico: la *SGX Listing Rule 710*. Essa richiede ad una società di descrivere le prassi di governo societario che utilizza compiendo riferimenti specifici al Codice e di fornire una spiegazione adeguata per eventuali deviazioni nei *report* annuali: in altre parole «while it is true that a company has a *choice* to comply, it is, in fact, *mandated* to make a *choice*»).

<sup>514</sup> A livello empirico, la ripartizione tra Paesi di *common* e *civil law* è compiuta anche nello studio a cura di A. ZATTONI, F. CUOMO, *op. cit.*, ove gli AA. evidenziano che, mentre i primi trattano questioni quali i diritti degli azionisti, i diritti di lavoratori e i conflitti di interessi, i secondi rivelano una marcata attenzione nei confronti del Consiglio di amministrazione, focalizzandosi su questioni quali la separazione tra Presidente e CEO, nonché valutazione della *performance* del Consiglio (a 12). Stante la globale diffusione e l'indiscusso rilievo dei Codici, il contributo – che ha pure il merito di darsi carico del raggruppamento dei singoli codici nazionali sulla base del sistema legale d'origine (a 6 s., tabella 1), di monitorarne la diffusione (a 10, figure 1) e di codificare le caratteristiche descrittive di ciascun tema affrontato nei Codici medesimi (a 8, tabella 2) – esamina le ragioni della diffusione di tali codici in Paesi di *civil law*, ovvero la tendenza ad incrementare l'efficienza dei sistemi nazionali di *governance* ovvero la volontà di “legittimare” le società dei singoli Paesi nel mercato globale pur senza modificare le prassi del governo societario di cui le stesse si avvalgono. Ne deriva una – empiricamente valutata – prevalenza del c.d. “*institutional (legitimation) rationale*” rispetto al c.d. “*efficiency rationale*” (già, in letteratura, in P.S. TOLBERT, L.G. ZUCKER, *Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: the Diffusion of Civil Service Reform*, *op. loc. cit.*), perlomeno dopo la fase iniziale di diffusione dei codici.

*The spirit of liberty is the spirit which is not too sure that it is right;  
the spirit of liberty is the spirit which seeks to understand the minds of other men and women;  
the spirit of liberty is the spirit which weighs their interests alongside its own without bias [...].*  
— *Learned Hand*<sup>515</sup>

### **3.1. Stati Uniti.**

#### **3.1.1. Corporate Governance: definizione ed adozione di principi in materia.**

Mentre, come accennato nel corso dell'introduzione, il concetto di *corporate governance* è andato diffondendosi da ovest a est rispetto all'Oceano Atlantico<sup>516</sup>, i Codici di Autodisciplina (e, parimenti, i *Takeover Codes*<sup>517</sup>) hanno compiuto il percorso inverso: «since the Cadbury Report in 1992, the corporate governance code movement has swept from the U.K. all over the world»<sup>518</sup>. Questa marcata e fortissima interconnessione tra le due realtà, che va ben oltre la mera vicinanza storica, linguistica e culturale<sup>519</sup>, è accentuata dal fatto che entrambe hanno attraversato modificazioni parallele alla propria evoluzione societaria<sup>520</sup>. In particolare negli ultimi anni, il

---

<sup>515</sup> L. HAND, *The Spirit of Liberty*. Discorso in occasione della cerimonia “*I Am an American Day*”, New York City, 21 maggio 1944.

<sup>516</sup> «Corporate governance emerged from linguistic obscurity in the U.S. more than a decade before this occurred in Britain [...]. Corporate governance in turn likely was destined to rise to prominence in Britain at that point in time – Cadbury or no Cadbury – due to the demise of 1980s-style hostile takeovers and due to managerial discretion being enhanced by deregulation, the decline of trade unions and liberalized access to capital. The underlying trends which meant that corporate governance would have become a priority in Britain regardless of Cadbury had strong parallels in the U.S.», D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 51. Per tutti, J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. cit.*, 121 ss. e notazione bibliografica ivi riportata.

<sup>517</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 41.

<sup>518</sup> K.J. HOPT, *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and International Regulation*, in AA.VV., *Comparative Corporate Governance: a Functional and International Analysis*, cit., 93, corsivo dell’A.

<sup>519</sup> Per una efficace connessione tra la dimensione culturale e la “*corporate governance*”, v. J.G.C.M. GALLE, *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, cit., 92 ss., a 100.

<sup>520</sup> Efficace l’espressione “parallel changes [...] to their corporate lifestyle”, utilizzata da V. TREVES, J. UKROPINA, *Power Push from the Ranks*, in *Times*, 2 giugno 1992, a 27, riportato in D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., a 45. Quest’ultimo A. osserva peraltro come «[i]n the 1990s corporate governance increasingly became part of the fabric of corporate life in the United States. This did not mean that corporate governance was functioning optimally, as stratospheric executive pay increases in the 1990s and corporate scandals afflicting Enron, WorldCom and other prominent public companies in the early 2000s demonstrated. In the wake of the scandals, however, a combination of a tougher legal regime (primarily the Sarbanes-Oxley Act of 2002) and increased vigilance on the part of boards, shareholders and the media resulted in a “new, post-revolutionary generation of power in corporate America” exemplified by CEOs “on shorter leashes, more beholden to their boards of directors.” The process was repeated in the banking sector in the wake of the 2008 financial crisis. Primarily due to tougher regulation by 2013 “large banks, burned by years of scandal, often with swashbuckling CEOs at the helm, (were) turning to new bosses who sport well-polished veneers of boringness”» (a 38 s.). Egli dettaglia alcuni esempi di “*parallel changes*” identificabili tra i due modelli di diritto societario, quali le iniziative di deregolamentazione (a 45 s.), la diminuzione del rilievo del potere di contrattazione dei sindacati (a 46), il declino del ruolo dei *manager* (a 46 s.), l’attivismo degli azionisti e le controversie in tema di remunerazione (a 59).

diritto societario americano ha provato il suo fortissimo dinamismo<sup>521</sup>. Analizzando attentamente il diritto statunitense, emerge come già al termine degli anni Settanta, in particolare nel 1978, il *Council of the American Law Institute* abbia autorizzato il *Project on the Structure and Governance of Corporations*, che ha condotto, nel 1994, alla adozione dei *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*<sup>522</sup>. Il documento, tuttavia, non contiene norme relative al governo societario, bensì contempla una serie circoscritta di questioni, quali obiettivi e condotte della società, struttura e composizione degli organi della medesima, mutamento nel controllo societario e rimedi disponibili nei casi di violazione degli obblighi fiduciari<sup>523</sup>.

L'esempio inglese ha trovato ulteriore implementazione in un numero limitato di Paesi, quali l'Irlanda ed Hong Kong, negli anni Ottanta, e in ben 24 Paesi, per un totale di 72 esperienze nazionali, sino al 1999.

### **3.1.2. Codici di *Corporate Governance*: ragioni della preferenza per l'*enforcement*.**

Pressoché unici tra gli Stati principali, *insolitamente*, gli Stati Uniti sono sprovvisti di un Codice di Autodisciplina condiviso a livello nazionale, atto a costituire, *inter alia*, un *benchmark* ampiamente accettato di prassi<sup>524</sup>. Ciò si verifica sebbene l'esperienza statunitense rechi al proprio interno esperienze di standardizzazione ed unificazione di sicuro interesse quali, da un lato, il *Financial Accounting Standards Board* (FASB) – inerente però ad un contesto particolare, quello contabile, che richiede a gran voce una uniformazione anche sotto tale profilo –, dall'altro lato, le *Listing Rules* (Regolamenti di Borsa), che nel corso del tempo hanno incrementato il proprio ruolo e rilievo, strumentale all'imposizione di uno *standard* di governo non solo più elevato ma anche teso a livellare qualsiasi difformità riguardante questioni primarie quali l'indipendenza degli amministratori e la struttura del Consiglio<sup>525</sup>. Quanto al NYSE, esso richiede che le società

<sup>521</sup> «Di colpo il nostro magnifico sistema giuridico societario improvvisamente è sembrato terribilmente sbagliato», così A. PALMITER, *Le caratteristiche fondamentali dell'ordinamento statunitense delle società commerciali ("Corporations") ed il futuro dell'amministrazione e controllo societario ("Corporate governance") dopo il caso "Enron", "Corporate Governance" e nuovo diritto societario. Atti alla Prolusione all'Anno Accademico 2003-2004. Scuola di Notariato della Lombardia, Milano, 4 ottobre 2003*, in *Notariato: rassegna sistematica di diritto e tecniche contrattuali. Quaderni, n. 10*, a cura di C. Granelli *et al.*, 2003, 29 ss., spec. a 50.

<sup>522</sup> Cfr. il dato normativo e la sua interpretazione, rispettivamente in: AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 531 ss. e R.B. PERKINS, *Foreword to AMERICAN LAW INSTITUTE, Principles of Corporate Governance*, Philadelphia, XIX, 1994.

<sup>523</sup> Per tutti, nella dottrina italiana, F. GHEZZI, *I "doveri fiduciari" degli amministratori nei "Principles of Corporate Governance"*, in *Riv. soc.*, 1996, 465 ss., a 467 s.; nella dottrina statunitense, S.M. BAINBRIDGE, *Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project*, in *George Washington Law Rev.*, 1993, vol. 61, n. 4, 1034 s.

<sup>524</sup> N. HASKOVEC, *op. cit.*, il quale viene altresì richiamato in A. KLETTNER, *Corporate Governance Regulation. The Changing Roles and Responsibilities of Boards of Directors, cit.*, a 32, testo in cui l'A. efficacemente sintetizza anche le ragioni dell'assenza, negli *States*, di una sensibilità nei riguardi dell'autodisciplina («Although the New York Stock Exchange includes a set of core corporate governance requirements in its listing rules, the United States remains usual in that it has no national code of corporate governance. Instead, the alternative regulatory approach of using black-letter, prescriptive law is used. The *Sarbanes Oxley Act* of 2002 prescribe[d] governance practices enforced by way of penalties for non-compliance [...] [and it] was highly criticized as a knee-jerk reaction imposing unreasonable costs on business. In particular, section 404 of SOX, requiring companies to implement internal control systems, was said to be unduly onerous and costly, particularly for smaller companies. It was accused of inappropriately shifting the focus of a top-down, risk-based management perspective to a bottom-up "check the box" auditor perspective»).

<sup>525</sup> NYSE LISTING REQUIREMENTS.

quotate adottino norme ed elaborino linee guida in tema di diritto societario senza utilizzare un vero e proprio modello, nella convinzione che non esista un singolo *set* di linee guida appropriato per tutte le società interessate. Nonostante questo, alcuni temi sono oggetto di *disclosure* obbligatoria nei documenti annuali, che debbono essere resi disponibili dalle società attraverso il proprio sito *web*: indipendenza degli amministratori, qualifiche, limiti all'accumulo delle cariche e altri requisiti essenziali, durata del mandato, pensionamento e successione, responsabilità degli amministratori, partecipazione alle riunioni e consultazione dei documenti sociali, remunerazione e formazione, *performance* annuale e valutazione dell'operato del Consiglio di amministrazione. Parimenti deve essere data notizia della eventuale costituzione di un comitato interno al Consiglio di amministrazione, nonché dei compiti che esso svolge.

Il fatto che gli Stati Uniti non abbiano deciso di (e, allo stato attuale delle cose, a dispetto del periodico ricorrere di frequenti problematiche in materia di *corporate governance*<sup>526</sup>, non intendano) percorrere il sentiero del *comply or explain* è dovuto ad una serie di ragioni, di seguito dettagliate. La decisione di cui sopra non ha comunque impedito ai Codici di Autodisciplina di provare il proprio ruolo positivo anche rispetto ai mercati e alle iniziative avviate da NYSE e Nasdaq, che hanno dunque inserito tematiche di *corporate governance* nella mappa per le società quotate<sup>527</sup>. Dopotutto, anche gli stessi Regolamenti di borsa, seppur espressione della c.d. *laissez-faire culture* statunitense, realizzano una struttura quasi-regolamentare, capace di recepire le istanze del mercato<sup>528</sup>.

Anzitutto, a livello culturale, la storia della regolamentazione statunitense si basa su *regole, anziché su principi*<sup>529</sup>. L'utilizzo dei principi, sicuramente utile perché maggiormente atto a recepire

<sup>526</sup> D.F. LARCKER, B. TAYAN, *Governance Aches and Pains: Is Bad Governance Chronic?*, Stanford Closer Look Series. Corporate Governance Research Initiative (CGRI), 14 aprile 2016.

<sup>527</sup> «The US did not take the UK path of non-binding “comply or explain” codes nor is it likely to given its vastly more complex regulatory structure and a host of diverse players who have different cultures and different agendas. Nevertheless, the principles behind these codes and other proactive governance initiatives have served to inform and guide, often resulting in concrete actions. The introduction of the Cadbury Code, for example, had a big impact on subsequent initiatives by the NYSE and Nasdaq to put corporate governance on the map for listed companies», B. MORRIS-ECK, *op. cit.*, 33.

<sup>528</sup> K.S. BURKE, *Regulating corporate governance through the market: comparing the approaches of the United States, Canada and the United Kingdom*, in *J. Corp. Law*, 2002, vol. 27, n. 3, 341 ss. e 371.

<sup>529</sup> Per tutti, COMMISSIONER ROEL C. CAMPOS, *Principles v. Rules, U.S. Securities and Exchange Commission Luxembourg Fund Industry Association and the American Chamber of Commerce*, Intervento tenuto in Lussemburgo il 14 giugno 2007, consultabile all'indirizzo [www.sec.gov/news/speech/2007/spch061407rcc.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch061407rcc.htm): «[I]et me begin by making a quick point about the principles vs. rules debate. In short, the very words - “principles vs. rules” - convey a value judgment. After all, who doesn't want to be a “person of principles” as opposed to a “person of rules”? A person of rules seems to be someone who is narrow, rigid, constrained, ideological and unable to think creatively about an issue. So, of course, everyone wants to be principles-based - that is, creative, broad-minded, reasonable and insightful. The bottom line is that the very terminology of the principles vs. rules debate conveys a value judgment, and one that essentially roars out with the question: well, why aren't you principles based? So, I think we need to be careful to not get caught up with loaded terminology. With that said, let me move to the substance of my remarks. Most importantly, I do not consider the principles vs. rules debate to be something that should be characterized as merely what is better: rules or principles. Rather, I think we should be asking ourselves the following questions: Does a principles-based oversight regime - as opposed to a more rules-based regime - provide a more effective regulatory approach for the particular jurisdiction at issue? Further, does a principles-based oversight regime promote comparability and convergence among different international jurisdictions in this global technological age? These issues and questions are especially important now, as discussions about mutual recognition and cross-border frameworks are reaching critical mass. (As an

le evoluzioni delle prassi e immediato nel fornire ai destinatari un quadro d'assieme<sup>530</sup>, potrebbe però non essere avvertito come una esigenza nella prassi degli affari e così generare problemi di sovrapposizione delle interpretazioni, comportare la netta preferenza per un codice rispetto a tutti gli altri<sup>531</sup> ed implicare una diminuzione del ruolo dei *proxy advisors*<sup>532</sup>. Le regole, sicuramente più

---

aside, we at the SEC are very serious and committed to this issue, and in fact, we held a roundtable on mutual recognition just two days ago.) *So, I think we need to get past the loaded question of whether one's particular jurisdiction is principles-based.* Rather, we need to look at both the nature of the particular jurisdiction and also what is necessary for convergence and mutual recognition among different jurisdictions. And we should try to determine what sort of regime protects investors and promotes capital formation» (corsivo aggiunto).

<sup>530</sup> Sebbene formulata in tema di bilancio, interessante appare la contrapposizione tra principi e norme come esplicitata in L. KIVI, P. SMITH, C. WAGNER, *Principles-Based Standards and the Determination of Control for Consolidation*, in *CPA J.*, maggio 2004, vol. 74, n. 5, 11 ss., ove si legge: «[p]rinciples-based standards use board guidelines that focus on the spirit of an underlying principle. [...] The most compelling argument for a principles-based system is that of presenting substance over form. Application of a principles-based approach would focus on the intent of the principle rather than the bright-line rule, thereby reducing the gamesmanship of circumventing the rules. Another benefit of a principles-based system is reduced complexity. Principles-based standards would not require detailed guidance to deal with increasingly complex transactions», a 11 s.

<sup>531</sup> «[T]he process of evolving from a multiplicity of individual sets of governance standards may be seen as preferable to the formal practice of charging a specific group with the task of devising a single code that will transcend all others», così N. HASKOVEC, *op. cit.*, 6

<sup>532</sup> Essi, nell'ultimo decennio, hanno assunto un ruolo particolare all'interno delle prassi di *governance*, muovendo dal contesto americano, in cui sono considerati nuovi centri di potere e di coordinazione di informazioni utili a formare un compatto fronte di investitori istituzionali («[p]roxy advisory firms have risen in parallel with the increased share ownership by institutional investors. Such firms make recommendations to their clients – which include most institutional investors – on how to vote their shares in the election of directors [...]. Commentators have described ISS (...) as an entity that exercises “tremendous clout”, wielding “extraordinary” influence, being “belligerent”, and to which “powerful CEOs come on bended knees”. [...] Martin Lipton blames “influential proxy advisory firms”, together with hedge funds and other activist shareholders, for undermining the board-centric model of governance. [They] are important in at least two ways. First, they may be new and independent power centers that, to some significant degree, influence the votes of clients. Second, they may function as central coordinating and information agents who help create a unified front of institutional investors, and thereby increase collective institutional shareholder influence», M. KAHAN, E. ROCK, *Embattled CEOs*, *cit.*, spec. paragrafo III.D.) a quello europeo.

Di recente, mentre i *proxy services* (sempre più *investor-centric*) hanno visto una diminuzione del loro utilizzo, servizi di raccomandazioni di voto forniti a *ISS* e *Glass-Lewis* (cfr. *ISS* e *Glass Lewis Guidance* e [www.glasslewis.com/assets/uploads/2013/12/2015\\_GUIDELINES\\_United\\_States.pdf](http://www.glasslewis.com/assets/uploads/2013/12/2015_GUIDELINES_United_States.pdf)) hanno invece continuato a esercitare una influenza rilevante, aumentandola (empiricamente, v. N. MALENKO, Y. SHEN, *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in *Rev. Fin. St.*, 2016, vol. 29, n. 12, 3394 ss.). In ogni caso, importa sottolineare come studi empirici abbiano dimostrato che i fondi tendono più frequentemente a deviare dalle raccomandazioni di voto quando detengono un numero di azioni ingenti della società, quando la *performance* economica non è valida e quando la proposta in oggetto non si caratterizza per un cospicuo impatto economico (M.C. SCHOUTEN, *The Decoupling of Voting and Economic Ownership*. *Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen*, n. 88, Kluwer, Deventer, 2012, 141 ss.).

Da ultimo, l'Unione Europea ha introdotto nella c.d. Direttiva (UE) 2017/828 una disciplina per i consulenti di voto (o, appunto, *proxy advisors*), volta a garantire che le ricerche e le raccomandazioni fornite siano accurate ed affidabili, basate su un'analisi approfondita di tutte le informazioni disponibili (art. 3-*undecies*). I consulenti dovrebbero pubblicare annualmente, conservandole per i tre anni successivi, le informazioni relative a: caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; principali fonti di informazione utilizzate; procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto, nonché le qualifiche del personale coinvolto; condizioni giuridiche, regolamentari e del mercato nazionale, nonché le condizioni specifiche delle società; caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate a ciascun mercato; dialogo con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di

facili ed immediate da applicare, soprattutto se estremamente dettagliate, risultano però *demand-driven* ed incoraggiano la c.d. *check-the-box mentality*<sup>533</sup>.

Inoltre, detti Codici non sono stati oggetto di ampia adozione in quanto mirano a fornire *linee guida con obiettivi di lungo periodo*<sup>534</sup>, così mettendo in dubbio utilizzabilità ed effettiva utilità in quel contesto geografico.

Peraltro, nel contesto americano si guarda con diffidenza a situazioni in cui la normativa societaria abbia *carattere statale* e non federale<sup>535</sup>, nonostante molte società operino in più Stati e

voto e con i relativi portatori di interesse; politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse. Così, superando anche la (parziale e contingente) regolamentazione statunitense, l'Unione Europea risulta la prima istituzione a disciplinare tale figura. Cfr., in argomento, a livello normativo, Emendamenti del Parlamento europeo alla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, 8 luglio 2015: v. art. 1, 2), lett. i), "consulenti in materia di voto"; COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document Impact Assessment, Accompanying the Proposal for a Directive on Amending Directive 2007/36*, 2014/0121 (COD), 9 aprile 2014; CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, Posizione, marzo 2015; CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. Preparation for an informal trilogue*, 20 maggio 2016, 9029/16; in dottrina, G. BALP, *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Giappichelli, Torino, 2016, 375 ss.; M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, n. 1, consultabile all'indirizzo rivistaodc.eu; N. CIOCCA, *I consulenti di voto negli Stati Uniti (Possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, n. 1, consultabile all'indirizzo rivistaodc.eu.

<sup>533</sup> Di questo avviso, R.K. HERDMAN, Presidente SEC, in L. KIVI, P. SMITH, C. WAGNER, *op. cit.*, 11.

<sup>534</sup> Si deve quindi riconoscere l'essenzialità di detta prospettiva, anche in futuro, come provano M. LIPTON, *Some Thoughts for Boards of Directors in 2017*, in *Harvard Law School Forum*, 10 maggio 2016, e il relativo documento a cura dell'*International Business Council of the World Economic Forum*, nonché i risultati del *Summit 2015* ivi citato e D. BARTON, *Capitalism for the Long Term*, in *Harvard Business Rev.*, marzo 2011, vol. 89, n. 3, 84 ss.

<sup>535</sup> «Scholars have been debating the wisdom of adopting a federal body of corporate law for the last twenty years, and there are few signs that the dispute between state and federal law will be resolved soon. Some commentators argue that a federal body of regulation would be more efficient than state regulation simply because it would be created federally, others argue that the same fact would make federal regulation necessarily worse, and a third group argues that federal regulation is best suited for some areas of corporate law and state regulation for others. Many of the scholars who recommend federal regulation have made specific proposals regarding the content of that legislation. However, the recommendation of sophisticated scholars is not enough to get a bill by the United States Congress. These scholars have failed to examine the political forces that will come into play in the actual drafting and passing of such regulation», così M.E. KOSTEL, *Note: A Public Choice Perspective on the Debate over Federal versus State Corporate Law*, in *Va. Law Rev.*, 1993, vol. 79, n. 8, 2129. Cfr. anche B.F. DRAVIS, *The Role of Independent Directors in Corporate Governance*, American Bar Association, Business Law Section, Chicago, Illinois, 2015, vii («"Corporate governance" emerged as a practice area at the unforeseen intersection of state corporate law, federal securities law, and Delaware tort law, as lawyers and their clients realized no single body of law covered the complex and inter-connected issues that modern publicly traded companies face»); J.E. FISCH, *Leave it to Delaware: Why Congress Should Stay out of Corporate Governance*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2013, vol. 37, n. 3, 731 ss. («[i]n response to the stock market crash of 1929 and the subsequent Great Depression, Congress considered adopting a federal corporation law, but instead chose an alternative approach reflected in the federal securities laws. In part, this decision was driven by a concern that Congress lacked the constitutional authority to regulate the internal affairs of the corporation. Any such concern about congressional power to regulate corporate law and corporate governance has long since dissipated. Today it is clear that Congress can federalize corporate law entirely. Nonetheless, although the line between corporate law (regulated by the states) and securities regulation (regulated by the federal government) has shifted somewhat over the years, the separation has remained largely intact. Congress has, for the most part, steered clear of

quindi trarrebbero giovamento da una regolamentazione condivisa, da una cooperazione attiva tra ordinamenti.

Sebbene i Codici non richiedano alcun tipo di *enforcement*, e sebbene nulla osti alla realizzazione di un Codice autenticamente condiviso, prodotto di un gruppo non ufficiale di investitori, esperti nel *business*, esperti legali ed accademici, che potrebbero essere ampiamente accettati nella prassi statunitense anche in assenza di forza di legge o di supporto da parte dei governi, si registra una resistenza squisitamente *culturale* ad una guida nazionale in tal campo. Nonostante vi siano questioni oggetto di regolamentazione a livello statale, quali la struttura dei Consigli di amministrazione, l'utilizzo e la limitazione delle *poison pills* e delle misure anti-scalata, la remunerazione dei *senior executives*, taluni temi sono comunque oggetto della marcata resistenza di cui si è detto rispetto ad una guida nazionale.

In senso generale, la discussione sviluppata negli Stati Uniti circa l'evoluzione delle tematiche di diritto societario a partire dagli anni Settanta ha posto l'accento soprattutto sulle singole problematiche, seguendo un approccio *ad hoc*, differente rispetto all'operare dei Codici europei, percepito come “*a complete package*”<sup>536</sup>.

Ulteriori ragioni impeditive alla realizzazione di un codice unitario sono date dalla dimensione del mercato, dalla dispersione geografica, dalla differenza demografica, dalla frammentazione delle posizioni di società e investitori, le cui opinioni sono talora non unanimi.

### **3.1.3. Uniformità di principi: un orizzonte possibile?**

A ben vedere, pur in assenza di un codice unitario, gli Stati Uniti si prefiggono di realizzare *standard* comuni, ancorché decentralizzati.

In tale direzione muove lo studio “*Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States*”<sup>537</sup>, ovvero le dieci raccomandazioni dell’*American Law Institute*, i principi della *Business*

---

efforts to regulate corporate governance»); M.J. ROE, *The Inevitable Instability of American Corporate Governance, Discussion paper (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business)*, n. 493, 2004, ove l’A. tratta diffusamente della “*inevitably porous structure*” del sistema americano, spec. a 8 ss. («[where there is no] centralized “czar” whose job it is to regulate corporate governance. Often this decentralization is celebrated, especially when it’s in the form of state competition for corporate charters, and the concomitant regulation of the corporation via state corporate law. [...] That said, corporate governance is also federal, via the securities laws and the SEC. [...] And then there’s Congress. It acts sporadically in corporate governance, but it does act. And courts sometimes interpret key provisions of the securities or other federal laws to make corporate policy. Moreover, some elements of corporate governance are self-regulatory: The NYSE makes governance rules, though often after SEC prodding. And private codes of conduct arise from time to time. [...] Fragmentation obviously has its advantages and its disadvantages. One can’t say in the abstract which is better, fragmentation or centralization. On the plus side, we don’t suffer from an unchecked, monolithic regulator. And we usually don’t suffer from too much over-regulation. [...] But decentralization, even if good on balance, is not good in all respects. Some items may fall through the cracks, and that might be the price we pay for the advantages of decentralization. But the regulated have a deep impact on the fragmented regulators and that raises the costs even higher»); L.C. BACKER, *Comparative corporate law: United States, European Union, China, and Japan: cases and materials*, Carolina Academic Press, Durham, N.C., 2002, 579 s.

<sup>536</sup> J. ANDERSSON, *op. cit.*, 96.

<sup>537</sup> WEIL, GOTSHAL AND MANGES LLP, *Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States, cit.* Dà conto della convergenza in parola anche R. MANGANO, *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze, cit.*, 392 s., ove l’A. suggerisce come uno sviluppo adeguato del “metodo aperto di controllo” potrebbe condurre ad una applicazione mirata al diritto societario, superando la contrapposizione tra

*Roundtable*, il *Report* a cura della *National Association of Corporate Directors' (NACD) on Director Professionalism*, le raccomandazioni del *Conference Board*, le *policies* fissate dal *Council of Institutional Investors' (CII)*, i principi di governo societario del *California Public Employees' Retirement System's (CalPERS)*, la dichiarazione di *policy* TIAA-CREF, le linee guida AFL-CIO e le migliori prassi stabilite dall' *Institutional Shareholder Services' (ISS)*.

Ciascuno dei documenti è da intendersi come non rigidamente prescrittivo, e neppure necessita di una applicazione generale e totale da parte delle società, che, al contrario, possono applicare i principi necessari, apportando le modifiche richieste dalle specifiche esigenze sociali, in linea con quanto previsto dai Codici europei. Tra quelli citati, esempio particolare di principi di *corporate governance* condivisi è dato dai “*Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies?*” a cura del NACD,<sup>538</sup> trattasi di brevi, meditate e dettagliate descrizioni dell'agire consiliare. Esso si occupa della responsabilità del *board* dinanzi alle questioni di gestione societaria, da condurre in modo efficace ed efficiente, rispettando la trasparenza, coinvolgendo gli azionisti nei processi, assicurandosi la competenza e l'impegno degli amministratori, verificando l'obiettività, l'indipendenza e l'integrità del Consiglio nel suo agire, promuovendone anche i profili di *corporate social responsibility*, l'attenzione per le informazioni fornite agli azionisti, le strategie, le priorità e i profili di rischio.

I tratti salienti, proprio conformemente ai Codici europei, sono: la separazione tra Presidente e CEO<sup>539</sup>, la nomina del *lead independent director*<sup>540</sup>, le dimensioni del *Board*, i limiti di durata del mandato, le votazioni a maggioranza, l'abilità degli amministratori di cogliere le esigenze degli azionisti. Persino una loro rapida enunciazione prova la concretezza dei Codici statunitensi se paragonati ai principi OCSE, i quali si contraddistinguono, al contrario, per la propria generalità. Parimenti, i Codici statunitensi non aspirano affatto a contemplare tutte le situazioni immaginabili, quanto piuttosto a guidare i Consigli di amministrazione e a fornire una risposta rispetto agli interessi, agli affari e ai dubbi degli investitori dinanzi ai fallimenti societari dell'ultimo ventennio.

---

armonizzazione e competizione tra ordinamenti, favorendo uno sviluppo della legislazione europea del diritto delle società quotate nel rispetto delle singole tradizioni normative nazionali (spec. a 399 ss.).

<sup>538</sup> NACD, *Key Agreed Principles*, 16 ottobre 2008.

<sup>539</sup> Da ultimo, circa la difficoltà di compiere rilievi empirici rispetto al ruolo dei due soggetti e alle *performance* aziendali, N. JAYARAMAN, V.K. NANDA, H.E. RYAN, *Does Combining the CEO and Chair Roles Cause Poor Firm Performance?*, 28 settembre 2015, in *Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper No. 2015-11*.

<sup>540</sup> Detta caratteristica costituisce una peculiarità condivisa anche con gli Stati Uniti, ove è stata condotta una disamina sulla figura e sull'effetto che la nomina dello stesso produce, R. KRAUSE, M. WITHERS, M. SEMADENI, *Sharing the Lead: Examining the Causes and Consequences of Lead Independent Director Appointment*, in *Harvard Law School Forum*, 20 settembre 2017; *Compromise on the Board: Investigating the Antecedents and Consequences of Lead Independent Director Appointment*, in *Academy Mgmt. J.*, disponibile sul sito *web* della rivista.

### 3.1.3.1. *Commonsense Principles of Corporate Governance.*

Di questo avviso sono i recenti “*Commonsense Principles of Corporate Governance*”<sup>541</sup>, elaborati nel luglio 2016 da tredici amministratori delegati e Presidenti di primarie società ed imprese di investimento<sup>542</sup>, apprezzati per il loro carattere propositivo<sup>543</sup> e percepiti in senso *sostanzialmente affine* rispetto ad un vero e proprio Codice di Autodisciplina<sup>544</sup>. La differenza maggiore è rinvenibile a livello formale, e precisamente nel fatto che essi sono stati realizzati – in linea con la condivisa prospettiva europea – da un gruppo di privati, i quali guidano i principali dibattiti rispetto alle tematiche di *governance*<sup>545</sup>.

---

<sup>541</sup> Il documento è disponibile all'indirizzo [www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples\\_Principles.pdf](http://www.governanceprinciples.org/wp-content/uploads/2016/07/GovernancePrinciples_Principles.pdf). In argomento, cfr. COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 6; J. LUBLIN, *Corporate Leaders Back Best Practices*, in *Wall Street J.*, 21 luglio 2016.

<sup>542</sup> Al tavolo delle trattative, sebbene il gruppo stesso ammetta che il novero dei soggetti è ridotto, si evidenziano le assenze delle più recenti *public companies* americane (quali Google o Apple) e di quelle più consolidate (Microsoft e Hewlett Packard), delle *midcap public companies* (le quali faticano a trovare denaro sufficiente per una *governance* tanto puntuale, necessitando invece di approcci e prospettive *ad hoc*), dei fondi pensione (CPP, CalPERS, CalSTRS, New York City Comptroller), degli *activists* (ValueAct, ...) e degli *advisors*, come precisa E. BATTIS, *The Commonsense Corporate Governance Principles: Who Was Missing from the Table?*, in *Harvard Law School Forum*, 4 agosto 2016.

<sup>543</sup> L'opinione è condivisa anche da una delle principali società di *proxy advisors*, G. WATERS, *Glass Lewis Thoughts on the “Commonsense Principles of Corporate Governance”*, in *Harvard Law School Forum*, 30 agosto 2015, il quale sottolinea come il loro approccio, pur non essendo esteso e robusto quanto quello dei principi inglesi, risulti apprezzabile, stanti le c.d. *forward-thinking stances*, atte a promuovere un efficace dialogo interno al Consiglio, capaci di incrementare il coinvolgimento degli azionisti e la creazione di valore nel lungo periodo.

<sup>544</sup> Di questo avviso, a nome di *The Conference Board Governance Center*, G. LARKIN, *It's Commonsense to Have a U.S. Corporate Governance Code*, in *Harvard Law School Forum*, 11 ottobre 2016: «[i]f you ask me, the Commonsense Principles can definitely be the US Corporate Governance Code Version 1.0. They could be treated like climate change agreements (*i.e.* the 2015 Paris Climate Change Agreement) where countries come together and sign on. The original group of executives could hold a follow-up meeting or convention that would allow».

<sup>545</sup> S. DAVIS, J. LUKOMNIK, *Behind the call for better corporate governance*, in *Compliance Week*, 22 novembre 2016, i quali esprimono un giudizio sicuramente positivo rispetto al documento elaborato: «[o]ur overall take is that the Commonsense Principles are heading in the right direction. They are far from comprehensive, and they wobble occasionally between pointing where companies should go, finding feeble middle ground, and simply describing practices that now prevail. [...] Signers did go out on a few limbs. They *say explicitly* that every company should conduct director elections using majority voting. They *favor* rotating lead directors, where they exist, even though some investors find rotation weakens the office. They *say no* to dual class voting. They *recommend* that companies “not feel obligated to provide earnings guidance.” And finally, they *extend* the principles to cover investors. Noting the importance of governance “to long-term investment success,” the document *urges* institutions to devote resources to voting and engagement and to make their own judgments, even while utilizing proxy advisers. [...] More troubling, *the principles are a one-off*. There seems no provision so far for *ongoing monitoring of adoption or mechanisms to revise the recommendations over time*, as capital markets and governance philosophies change. For instance, while the document is now neutral on splitting the chair and CEO roles, we forecast that investor opinion in favor of splitting is likely to harden in the near term. If the principles fail to reflect such change, they will quickly become obsolete. [...] *Fixes are doable*. It's not too late for signers to invite more interests into the tent and to name an independent monitoring body. If they do, chances are greater that the Commonsense Principles could earn trust from both companies and investors, shift standard setting away from proxy advisers, and help discourage prescriptive lawmaking in the new Congress. *That's a prize worth the work*» (corsivi aggiunti).

Il primo principio riguarda la composizione del governo d'impresa che, seppur affine a quella delineata nel Codice di Autodisciplina, si distingue per taluni elementi caratterizzanti un sistema economico e di mercato strutturalmente differente. Esso enuclea le *best practices* che gli estensori ritengono fondamentali in tema di composizione e struttura del *board*; tra cui, a titolo esemplificativo: il concetto di indipendenza<sup>546</sup>, le competenze necessarie, l'adeguatezza dell'impegno richiesto, la remunerazione e il pensionamento. Sin dall'esordio, il documento precisa che il Consiglio, composto da una maggioranza *significativa* di indipendenti, non deve essere soggetto al CEO o al *management*. Se, per un verso, la richiesta avanzata dal mercato nel senso di un controllo maggiore attraverso un minor coinvolgimento del *board* con attività di *management* persegue l'obiettivo di attenuare le pratiche lesive dello stesso nei confronti degli *shareholders* (*empire building, shiring, ...*), per altro verso, un'elevata percentuale di indipendenti potrebbe supportare il *management* a livello operativo in modo meno efficace, così cagionando conseguenze opposte. Nei principi che seguono<sup>547</sup>, il documento sottolinea aspetti di tipo qualitativo. Nello specifico, le competenze dei membri dovrebbero preferibilmente riguardare il *business* dell'impresa; il senso di appartenenza e di collaborazione, inoltre i differenti *background*, le competenze e le esperienze dovrebbero essere rafforzati. Venendo poi al dato quantitativo, i principi statunitensi si limitano ad *ammettere* una remunerazione sostanziale in forma di azioni e opzioni, riflesso delle *performance* aziendali, nella prospettiva che l'intero<sup>548</sup> *board* sia maggiormente coinvolto in direzione, controllo e supporto al *management*. Ciò inevitabilmente presenta ripercussioni sull'allineamento di interessi comuni in un'ottica di crescita dell'impresa. Quanto al funzionamento consiliare (e dei comitati), oltreoceano, le norme suggeriscono l'adozione dello *staggered board*, soggetto a rotazione periodica onde garantire aggiornamento continuo e ricambio costante degli assetti in questione, esprimendo una impostazione differente rispetto a quella italiana. Vero è che, da un lato, una *tenure* stabile garantisce conoscenza e cultura d'impresa profonde, dall'altro, un *turnover* maggiore favorisce aggiornamento e duttilità rispetto a nuove strategie e piani di sviluppo<sup>549</sup>.

Il secondo principio, al punto a), evidenzia l'essenzialità di una robusta comunicazione tra *board* e *shareholders*<sup>550</sup>. L'importanza rivolta alla comunicazione verso "*third parties*" (in particolare *shareholders*) è spiegata dal contesto in cui detti principi sono stati elaborati, in uno Stato che da sempre attribuisce alla trasparenza un ruolo primario, sinanco incrementando l'avvento di

---

<sup>546</sup> Detto concetto, anche alla luce delle recenti vicende societarie e della collaborazione Apple-Nike (che ha condotto alla nomina di Tim Cook, CEO di Apple, quale *lead independent director* di Nike), risulta tuttavia sempre più oggetto di discussione, come prova Y. NILI, *Out of Sight Out of Mind: the Case for Improving Director Independence Disclosure*, in *J. Corp. Law*, 2017, vol. 43, n. 1, 35 ss. Proprio l'assenza di un adeguato *enforcement* del principio pare aver condotto ad una "deriva" dello stesso, in un contesto normativo divenuto *too much, too little, too late and too soft*. *Troppo* discrezionale (quanto all'indicazione dei requisiti di indipendenza, a 23-29 e a 40, *Figure 5*), *troppo* disinformato (quanto alla valutazione dell'indipendenza, a 29-34 e a 41-42, ), *troppo* ritardato (quanto alla valutazione *ex post* dei requisiti, a 34-35) e *troppo* debole (quanto all'*enforcement* di detti requisiti anche da parte degli organi di Borsa e della SEC, a 44-50).

<sup>547</sup> A livello stilistico, si noti come i punti *b)* e *c)*, rispettivamente relativi all'elezione e alla nomina dei membri, non siano largamente discussi, bensì successivamente ripresi.

<sup>548</sup> Si rammenta come, invece, il codice italiano neghi esplicitamente ai membri non esecutivi (6.4.C.) la possibilità di ricevere una remunerazione legata ai risultati economici dell'impresa, sì da favorire una partecipazione attiva e disinteressata da parte di tali membri.

<sup>549</sup> Nel contesto italiano è invece innegabile come gli assetti societari siano ancora tendenzialmente contraddistinti da un legame forte e duraturo con il *management*, espressione di un modello di tipo esperienziale.

<sup>550</sup> Ciò, nel codice italiano, trova eco ai punti *i)* e *j)* del criterio applicativo 1.C.1, precisamente circa il modo in cui è fornita l'informativa sul governo societario e in cui sono correttamente gestite le informazioni societarie.

investitori istituzionali e il loro agire nel senso di un *monitoring* dell'operato del *board* e del *management*.

Venendo poi al punto *b)*, si precisa come l'intero *board* debba fornire *input* per lo sviluppo dell'agenda, concentrandosi sull'importanza di riflessioni riguardo al *business* e alle sue implicazioni future, alla creazione del valore per gli azionisti e alla strategia nel lungo periodo. Rilevano in particolare alcuni compiti *suggeriti* al Consiglio di amministrazione, chiamato a tenere in considerazione la possibilità di eleggere un comitato specifico (*transaction committee*) nel caso una particolare operazione di *M&A* richieda un impegno significativo (e potenzialmente capace di distogliere l'attenzione del Consiglio dalle funzioni ad esso tradizionalmente affidate).

Il terzo principio, anch'esso meritevole di analisi e confronto, riguarda i diritti degli azionisti, limitandosi però ad esporre alcuni temi di rilievo, di seguito precisati. Anzitutto si pone la questione del *proxy voting* relativo ad *asset managers* e banche, che permette anche agli azionisti con obiettivi diversi dalla maggioranza di avere un forte impatto nel governo societario<sup>551</sup>. Quindi, quella del *dual class voting*, che i principi non hanno inteso annoverare tra le *best practices*: qualora esso venisse utilizzato, estrema cura dovrebbe essere posta nello stabilire l'arco temporale necessario all'ottenimento del diritto. Il rischio, nella prospettiva di un mercato diffuso, è disincentivare una minoranza azionaria all'investimento in dette realtà sociali, dove un azionista non di maggioranza, proprio attraverso il diritto multiplo di voto, possa conseguire un ruolo di controllo d'impresa. Da ultimo, quella della possibilità di tenere in qualsiasi momento un'assemblea straordinaria. Trattasi di metodo funzionale ad una comunicazione efficace e disintermediata tra *board* ed azionisti, che richiede però dette delibere in sede assembleare straordinaria avvengano sempre in presenza di un ragionevole numero di azionisti, onde prevenire eventuali abusi di minoranza.

Il quarto principio, in tema di *Public Reporting*, non trova corrispondenza nel Codice di Autodisciplina italiano, che invece affronta l'aspetto contabile all'art. 7, riguardante il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi con toni generali, senza soffermarsi su aspetti squisitamente contabili e di *disclosure* al pubblico<sup>552</sup>. Ciò prova come negli Stati Uniti gli obblighi di *disclosure* siano più elevati e la difesa dello *shareholder value* maggiormente sentita, così riflettendo la struttura del mercato. In quest'ottica, i principi consigliano di informare adeguatamente sulle operazioni di *M&A* e, in generale, su tutte le operazioni straordinarie in discussione. La società non è in effetti obbligata a fornire l'*earning guidance* (previsione degli utili nel corso del bilancio trimestrale), in quanto un'errata quantificazione potrebbe portare gli amministratori a scelte miopi, di breve periodo.

Il quinto principio focalizza la propria attenzione *in primis* sulla *leadership* del *board*. In particolare, in base alle circostanze temporali, i membri indipendenti del Consiglio devono valutare se sia necessario separare le due figure di *Chairman* e *CEO*, obbligatoriamente distinte secondo il Codice inglese. In Italia, come specificato dal criterio applicativo 3 dell'art. 2, il *Board* designa un consigliere indipendente quale *lead independent director* anche nel caso in cui la carica di Presidente sia ricoperta dalla persona che controlla la società, in ragione del fatto che nel nostro Paese è ancora forte la presenza di grandi e importanti *business* familiari, in cui il Presidente è

---

<sup>551</sup> Agli *shareholders* che detengano almeno il 3% delle azioni emesse, possedendole da almeno tre anni, è data facoltà di proporre almeno il 20% dei candidati della lista "*proxy*" per i futuri amministratori.

<sup>552</sup> Il Codice italiano si limita infatti ad affermare che è compito degli amministratori valutare l'adeguatezza del sistema contabile (art. 1.C.1, lett. *c*) e adottare, su proposta dell'AD, una procedura per la gestione interna e la comunicazione esterna con particolare riguardo alle informazioni privilegiate (art. 1.C.1, lett. *j*). La gestione di questo aspetto verrà poi compiuta secondo quanto stabilito all'art. 7.P.3, attribuendo particolari poteri al comitato controllo e rischi (art. 7.P.4).

direttamente riferibile all'azionista di controllo. Inoltre, nel caso di emittenti appartenenti all'indice FTSE-MIB, nel momento in cui la maggioranza degli indipendenti richiede un *lead independent director*, il Consiglio è tenuto a designarlo, in assenza di particolari ragioni impedienti. Sempre per questa categoria di emittenti, al criterio applicativo 3 dell'art. 3, il Codice specifica che il *numero* degli indipendenti deve essere almeno pari a un terzo (o comunque non inferiore a due, nel caso di arrotondamenti) del Consiglio. Una precisione quantitativa, questa, assente nel contesto americano dove è la linea qualitativa a prevalere. Vi è, inoltre, una forte convergenza riguardo al ruolo del *lead independent director* tra ordinamento americano (principio 5.C) e italiano (art. 2, criterio applicativo 4): questi ha il compito di divenire punto di riferimento e coordinamento tra Presidente del Consiglio di amministrazione e consiglieri indipendenti, e di collaborare con il Presidente affinché gli obblighi informativi nei confronti degli amministratori siano rispettati. Il principio americano include poi altre funzioni del *lead independent director*, di importanza secondaria rispetto a quelle appena citate. Seppure, per certi versi, dette linee guida possano sembrare molto simili e lo stesso *lead independent director* sembri avere pari peso, approfondendo la disamina delle due diverse tradizioni di *governance* è possibile cogliere differenze fondamentali. Anzitutto, a livello generale, la presenza di membri indipendenti nel Consiglio è essenziale per monitorare il *management* e ridurre i costi di agenzia nel rapporto azionisti-*management* delle *public companies* statunitensi. In Italia, invece, la funzione di monitoraggio svolta dagli indipendenti comporta un contenimento dei costi di agenzia relativi al rapporto tra maggioranza e minoranza, pur essendo sempre e comunque una relazione "*principal-principal*". Nella nostra realtà, il *lead independent director* costituisce punto di riferimento per minoranze azionarie e investitori istituzionali, ossia riveste un ruolo di complessità costantemente crescente.

Il sesto principio riguarda i piani di successione del *management*<sup>553</sup>, da un lato, discutendo dell'importanza di una valutazione del *senior management* tanto da parte del Consiglio di amministrazione quanto da parte degli azionisti, dall'altro, evidenziando l'opportunità di adottare un piano di successione per il *management* e di comunicarlo agli azionisti. Nonostante i *Commonsense Principles* non consiglino specifici meccanismi o criteri nell'adozione dei piani di successione, il loro riconoscimento ne auspica senza dubbio la diffusione onde evitare vuoti gestionali di breve periodo e favorire il ricambio generazionale nel lungo periodo; allineare la successione del *top management* alle strategie aziendali; aumentare l'*engagement* e la professionalità delle risorse umane di cui la società dispone.

Il settimo principio esordisce esprimendo la complessità e la criticità delle forme di remunerazione, da parametrare alla natura del *business* e del settore operativo della società. In particolare, dato che tali piani – da calcolare al *fair value* al momento della loro erogazione e valutandone gli effetti diluitivi sugli azionisti esistenti – evolvono nel tempo, è necessario assicurare un loro allineamento anche alle *performance* di lungo termine, che l'art. 6 del Codice di Borsa Italiana già enuclea. Del pari, sulla scorta del primo criterio applicativo, il punto *b)* del principio statunitense evidenzia l'opportunità di fissare una remunerazione tanto fissa quanto variabile, quest'ultima avente limiti definiti. Il principio introduce inoltre il concetto di remunerazione per il *senior management* (e in particolare per il CEO) tramite azioni e strumenti finanziari simili legati alle *performance* (punto *d)*, ponendo un *cap* altissimo, pari ad oltre il 50% della remunerazione complessiva, e stabilendo un *vesting period* parametrato allo specifico *business*. Sebbene in assenza di una esplicita previsione in favore dei comitati per la remunerazione – aventi la funzione di valutare adeguatamente in maniera periodica la coerenza e la concreta

---

<sup>553</sup> L'argomento, ad ora non analizzato nel Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana, costituisce però elemento rispetto al quale il Comitato per la *corporate governance* ha espresso sommo interesse, con l'intenzione di intervenire rispetto ad esso in un prossimo futuro (v., *supra*, nota 391).

applicazione di *compensation plans*, come pure di presentare proposte o esprimere pareri al Consiglio sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e di coloro che ricoprono specifiche cariche strategiche (sul punto, v. criterio applicativo 5) –, si rammenta come, adottando sistemi di *governance one-tier*, negli *States* vi sia la necessità di adottare comitati endoconsiliari, tra cui quello di remunerazione riveste importanza primaria.

Assumendo una visione complessiva, dunque, l'art. 6 del Codice italiano risulta di gran lunga più specifico rispetto al corrispondente settimo principio americano, contemplando questo anche cenni riguardo ad un'eventuale indennità prevista per la cessazione del rapporto di lavoro, corrisposta al raggiungimento di risultati obiettivamente adeguati (v. criterio applicativo 1); collegamenti tra remunerazione degli amministratori non esecutivi e risultati economici dell'azienda; riferimenti alle comunicazioni al mercato, soprattutto in relazione a *stock options* e *stock grants*<sup>554</sup>. Al contrario, nel principio americano viene specificato che *benchmarks*, *performance measurements* e, in generale, piani di remunerazione devono essere completamente trasparenti e permettere agli *shareholders* valutazioni complessive che tengano conto anche di fattori *qualitativi* quali “*integrity, work ethic, effectiveness, openness*” (punto c)<sup>555</sup>.

### 3.1.3.2. Principles of Corporate Governance.

Anche la *Business Roundtable*, corrispondente statunitense di Confindustria, provvede ad aggiornare i *Principles of Corporate Governance*, rimasti immutati dal 2012 sino all'agosto 2016, a dispetto di un tanto radicalmente mutato panorama normativo di interesse per le *public companies* statunitensi. In chiusura della premessa introduttiva, il documento pone in evidenza il fatto che non vi sia alcun principio assolutamente applicabile all'una o all'altra società, ma, al contrario, a ciascun Consiglio sia lasciato il più ampio e libero margine di giudizio<sup>556</sup>.

Il testo, a livello contenutistico, si compone di otto principi, utili ad implementare prassi appropriate, adeguate alle necessità di ciascuna società, volte a rafforzare un'ottica di lungo periodo (art. 1), a sviluppare scelte strategiche nella medesima direzione (art. 2), a produrre documenti che tengano conto delle condizioni economiche e dei risultati operativi delle società (art. 3), a riconoscere le competenze specifiche dei membri dei singoli comitati (artt. 4-6), a tenere conto tanto della ipotetica prospettiva *short-term* quanto di quella *long-term*, da preferire alla prima (artt. 7-8).

### 3.1.3.3. The New Paradigm.

Si rammenta che anche il recente documento intitolato “*The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*”, a cura dell'*International Business Council of the World Economic Forum*, il

<sup>554</sup> Parzialmente considerato anche al punto e) del principio statunitense, il contenuto della previsione rappresenta il chiaro riflesso normativo degli scandali *Enron* e *Worldcom*.

<sup>555</sup> Il confronto tra le due disposizioni evidenzia come, a ben vedere, la disciplina italiana non assegni al *commitment* aziendale il valore più appropriato. Valutando il solo perseguimento di obiettivi di *performance* misurabili, servendosi di criteri predeterminati e parametri oggettivi, il *management* potrebbe essere indotto a perseguire esclusivamente logiche di risultato non necessariamente atte a generare valore per gli azionisti.

<sup>556</sup> «No one approach to corporate governance may be right for all companies, and Business Roundtable does not prescribe or endorse any particular option, leaving that to the considered judgment of boards, management and shareholders. Accordingly, each company should look to these principles as a guide in developing the structures, practices and processes that are appropriate in light of its needs and circumstances», a 2.

cui scopo è essenzialmente quello di ricalibrare il rapporto tra società quotate e principali investitori istituzionali, riflette i principi di cui si è detto e le *policies* in essi suggerite. Il documento prevede che, in cambio del dialogo con gli investitori istituzionali instaurato grazie alle previsioni suggerite, questi offrano il necessario supporto e sostegno così da permettere la realizzazione di un valore di lungo periodo e di oculate strategie, di una *governance* efficace capace di superare un approccio compilativo e una adesione squisitamente formale alle *best practices*<sup>557</sup>.

#### **3.1.4. Comply or explain tra Dodd-Frank Act e Sarbanes-Oxley Act.**

Da una attenta disamina, risulta chiaro come il principio del *comply or explain*, del quale si è detto sinora con riferimento ai Codici europei di *governance*, non sia privo di corrispondenza negli Stati Uniti. L'espressione si rinviene tanto nel *Dodd-Frank Act* quanto nel *Sarbanes-Oxley Act*<sup>558</sup>.

L'applicazione del principio, lungi dal costituire un mero “*check-the-box exercise*”<sup>559</sup>, deve essere caratterizzata da una particolare ragionevolezza, deve essere vista quale strumento atto a spiegare le posizioni assunte in modo ragionevole, lontana da ogni tipo di pressione.

È il legislatore stesso a riconoscere, offrendo la possibilità di adottare tale principio, qualora ciò garantisca il più efficace metodo di gestione, la facoltà di non conformarsi alle prassi societarie. Nel caso in cui non si aderisca a quanto previsto nel Codice, anche una spiegazione chiara e fondata sarebbe sicuramente utile, in quanto incrementerebbe comunque il valore della società nel lungo periodo. Sarà, successivamente, responsabilità degli azionisti, non del legislatore, assicurarsi che una spiegazione offra ai fruitori dell'informativa medesima indicazioni sufficienti al fine di addivenire ad una decisione di investimento seria e fondata. E naturalmente, anche rispetto al mercato dei capitali americano, due riflessioni rilevano laddove: (i) le spiegazioni di non conformità non fossero esaustive o non fossero convincenti, sarebbe il mercato medesimo a trarre conclusioni importanti; (ii) la standardizzazione delle dichiarazioni non risulterebbe auspicabile, in quanto non condurrebbe a individuare le risposte accettabili. Tra le disposizioni che applicano il principio in esame vi è la *Section 953(b)* del *Dodd-Frank Act*, che richiede l'illustrazione della ragione della compensazione spettante al CEO delle società quotate in relazione alla mediana della compensazione spettante ai dipendenti.

---

<sup>557</sup> «This requires going *beyond check-the-box governance mandates and formulaic governance scores* and, instead, working to develop relationships with corporations and thoughtful analyses of the needs and goals of each corporation. Financial metrics such as total shareholder return and earnings targets will be balanced against *a more holistic understanding of firm value*. [...] In sum, the New Paradigm recognizes the power of institutional investors to influence corporations, and, by extension, to fulfill the promise of the New Paradigm in restoring a focus on longterm investment. Indeed, the New Paradigm acknowledges and is premised on the significant influence that institutional investors now have on corporate decision-making, and *does not attempt to shift back toward a director-centric model of governance*. Instead, it is a *recalibration* of governance principles—and the relationships and responsibilities of corporations and investors—that is designed to ensure that this *new balance of power* can be compatible with, and can *foster, long-term economic sustainability*», così WORLD ECONOMIC FORUM, INTERNATIONAL BUSINESS COUNCIL, “*The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*”, settembre 2016, 6 s.

<sup>558</sup> Per una efficace, seppur sintetica ricostruzione dei tratti essenziali della *governance* statunitense, v. D.F. LARCKER, *Corporate Governance Matters: a Closer Look at Organizational Choices and their Consequences*, FT Press, Upper Saddle River, N.J., 2015, 29 ss. e B.F. DRAVIS, *The role of independent directors in corporate governance*, *cit.*, 9 ss.

<sup>559</sup> Il timore per la realizzazione di tale fenomeno era già stato paventato dall'*High Level Group*, come conferma M. BRUNETTA, *op. cit.*, 459 e nota 64.

Volgendo l'attenzione al *Dodd-Frank Act*, pur non essendo un esempio classico di *comply-or-explain disclosure*, nella *Section 972* del documento (*Disclosures Regarding Chairman and CEO Structures*)<sup>560</sup>, è rinvenibile una applicazione del principio in parola<sup>561</sup>: in linea generale, i ruoli di Presidente del Consiglio di amministrazione e CEO dovrebbero essere tra loro separati<sup>562</sup>. Pur tuttavia, spetterebbe ai Consigli stessi valutare se le due figure debbano esserlo effettivamente, ovvero se vi sia un metodo alternativo, quale quello del *lead director*, utile a fornire una adeguata supervisione e vigilanza rispetto al comportamento del *Board*. Per questo, la *Section 972* richiede alle società una *disclosure* completa rispetto al motivo per cui si sia inteso optare per la separazione tra i ruoli o meno, essenzialmente richiedendo di illustrare le ragioni per le quali abbiano utilizzato un particolare metodo.

La SEC ha dunque adottato regole che hanno richiesto alla società di rivelare, nella sua dichiarazione annuale, i motivi in base ai quali sia opportuno, in quel determinato contesto sociale, nominare una medesima persona in qualità di Presidente del Consiglio di amministrazione e CEO, ovvero individui differenti, per i due incarichi di cui si è detto.

Avendo il Congresso riconosciuto che le società possono avere valide ragioni per unire le due posizioni in un unico soggetto, il *Dodd-Frank Act* ha inteso non esprimere una marcata preferenza per l'uno o per l'altro metodo<sup>563</sup>.

Nel 2009, la SEC ha adottato un obbligo di *disclosure* della informativa mediante un requisito di cui all'*Item 407* del regolamento SK e sua corrispondente modifica all'*Item 7* della Schedule 14A (*Release No. 34-61175*). Le società sono infatti tenute a rivelare la loro struttura di vertice e illustrare perché essa sia appropriata per la società. Le società debbono indicare se e perché abbiano inteso combinare o separare le posizioni di cui si è detto. In altre parole, non è la *compliance* o meno a rilevare davvero, quanto piuttosto il fatto che agli investitori vengano fornite ragioni sufficientemente dettagliate circa le motivazioni che hanno condotto una società a scegliere quel particolare tipo di assetto di vertice.

---

<sup>560</sup> The Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78a *et seq.*) is amended by inserting after section 14A, as added by this title, the following: "Sec. 14B. Corporate Governance. Not later than 180 days after the date of enactment of this subsection, the Commission shall issue rules that require an issuer to disclose in the annual proxy sent to investors the reasons why the issuer has chosen (1) the same person to serve as chairman of the board of directors and chief executive officer (or in equivalent positions); or (2) different individuals to serve as chairman of the board of directors and chief executive officer (or in equivalent positions of the issuer)."

<sup>561</sup> S.M. BAINBRIDGE, *Corporations, Securities & Antitrust The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, in *Engage*, 2010, vol. 11, n. 3, 36.

<sup>562</sup> U. VELIKONJA, *The Political Economy of Board Independence*, in *North Carolina Law Rev.*, 2014, vol. 92, n. 3, 885 ss., e note 270 ss. (II. *Do Investors Favor Increased Board Independence? B. Alternative Explanations 2. Proxy Advisors through Conclusion*): «Section 972 of the Dodd-Frank Act, for example, authorizes the SEC to require firms to explain why the CEO also serves as chairman of the board. (271) The purpose of disclosure is to inform shareholders and thereby improve their ability to control managers. Generally, disclosure does little to constrain the ability of corporate managers to transfer value from nonshareholders to shareholders».

<sup>563</sup> S.M. BAINBRIDGE, *Corporations, Securities & Antitrust The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, *cit.*, 36 e note 55-57, ove l'A. rinvia altresì a J.C. COATES, *Protecting Shareholders and Enhancing Public Confidence through Corporate Governance*, in *Harvard Law School Forum*, 30 luglio 2009, il quale a propria volta evidenzia come siano stati condotti, negli ultimi 20 anni, almeno 34 studi sulle differenze in termini di *performance* tra le società in cui dette figure sono mantenute separate (ovvero unite) e l'unica chiara lezione è stata la seguente: «there has been no long-term trend or convergence on a split chair/CEO structure, and that variation in board leadership structure has persisted for decades, even in the UK, where a split chair/CEO structure is the norm».

Volgendo la propria attenzione, quindi, al *Sarbanes-Oxley Act*<sup>564</sup> (anche *Sarbanes-Oxley* o “SOX”), che a propria volta richiama una proposta già emersa nel 1999 da parte del *Blue Ribbon Panel on Audit Committee Effectiveness*<sup>565</sup>, la *Section 407*<sup>566</sup> rappresenta una disposizione che richiede l’indicazione circa la *compliance* rispetto alla presenza o meno, all’interno del comitato per il controllo della società (*audit committee*), di soggetti dotati di competenze finanziarie di rilievo<sup>567</sup>. Anche con riferimento al tema in oggetto, tanto il Congresso quanto gli investitori ritengono l’efficacia dell’operato del comitato strettamente relata alle competenze dei suoi membri, alla loro esperienza in tema di revisione contabile e finanziaria. Di qui, la SEC ha richiesto alle società di rivelare se almeno uno tra i componenti del comitato sia dotato di tali caratteristiche e, ove lo sia, di precisarne il nome ed il carattere di indipendenza riguardo ai soggetti che direttamente si occupano della gestione<sup>568</sup>. In caso contrario, la società dovrà solo evidenziare l’assenza di tale figura e precisare le ragioni per cui ha inteso non avvalersene.

A livello lessicale, sia peraltro consentito notare come la SEC utilizzi il termine “*audit committee financial expert*” in tutte le disposizioni atte a implementare la *Section 407*, anziché la più semplice espressione “*financial expert*”, come accade nel *Sarbanes-Oxley*. Detta discrasia discende dal fatto che la Commissione ritiene la locuzione più completa e idonea a suggerire che il soggetto individuato possenga le caratteristiche maggiormente rilevanti e atte a svolgere le funzioni del

---

<sup>564</sup> *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002). V. anche *Securities Exchange Act of 1934*, 15 U.S.C. 78 (2000).

<sup>565</sup> «The title of Recommendation 9 bluntly states both the purpose and background of the recommendation: “Effective Implementation of the 1999 Blue Ribbon Panel Recommendations Re: Audit Committee Financial Experts”. In 1999, the Blue Ribbon Panel on Audit Committee Effectiveness called for all audit committee members to be financially literate and for each committee to have at least one financial expert», così P. LIVINGSTON, *President’s page: Financial experts on audit committees – an overdue implementation*, in *Financial Executive*, 2003, vol. 19, n. 1, 6 ss. Per quanto concerne il *Blue Ribbon Panel*, v. *NYSE Chair Richard Grasso, NASD Chair Frank Zarb, and Blue Ribbon Panel Co-Chairs Ira Millstein And John Whitehead Announce “Ten Point Plan” To Improve Oversight Of Financial Reporting Process*, New York, NY, February 8, 1999; *Blue-ribbon panel pushes 10 steps to strengthen audit committees*, in *Financial Executive*, 1999, vol. 15, n. 2, 58 ss.; W.J. READ, K. RAGHUNANDAN, *The State of Audit Committees Research shows the right expertise improves their quality*, maggio 2001; D. HURIT, J. KREUZE, S. LANGSAM, *Blue Ribbon Panel reports: How you must improve your audit committee*, in *J. Corp. Act. & Fin.*, 1999, vol. 11, n. 1, 115 e, assumendo una più dilatata prospettiva temporale, L. MURPHY SMITH, *Audit committee effectiveness: did the blue ribbon committee recommendations make a difference?*, in *Int’l J. Acct., Auditing & Performance Evaluation*, 2006, vol. 3, n. 2, 240 ss.

<sup>566</sup> La disposizione risulta di interesse ancor maggiore se letta in combinato disposto con quelle ad essa coeve e unite dalle comuni necessità di realizzare gli obiettivi di *disclosure*, v. *Disclosure Required by Sections 404, 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, *Securities Act Release No. 33,8177*, [2002-2003 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P 86, 818, a 86, 886, 23 gennaio 2003.

<sup>567</sup> «We are adopting rules and amendments requiring companies, other than registered investment companies, to include two new types of disclosures in their annual reports filed pursuant to the Securities Exchange Act of 1934. First, the rules require a company to disclose whether it has at least one “audit committee financial expert” serving on its audit committee, and if so, the name of the expert and whether the expert is independent of management. A company that does not have an audit committee financial expert must disclose this fact and explain why it has no such expert».

<sup>568</sup> G. APFEL, S. BLOOMBERG, M. STEINMAN, *SEC implementation of Sarbanes-Oxley proceeds with proposed rules for additional disclosure*, in *J. Tax. Fin. Inst.*, 2003, vol. 16, n. 3, 38 ss. Nel prevedere ciò, il legislatore «expands upon state requirements of corporate governance as a legal matter (even if such officers already have a central place as a practical matter) and thus directs corporate governance scholars to focus more sharply on the role of these corporate actors in a way that, while familiar to management scholars, is less so to lawyers», così L.E. MITCHELL, *The Sarbanes-Oxley Act and the reinvention of corporate governance. (Symposium: Lessons from Enron, How Did Corporate and Securities Law Fail?)*, in *Villanova Law Rev.*, 2003, vol. 8, n. 4, 1189 ss.

comitato per il controllo medesimo e, tra esse, a comprendere il ruolo di supervisore del sistema del comitato; ad assicurare competenza in materia contabile e comprensione efficace dei bilanci; a porre i giusti quesiti al fine di determinare se i bilanci della società vengano realmente redatti in modo completo e accurato.

Nell'ipotesi in cui il Consiglio di amministrazione decidesse di inserire nel comitato per il controllo più di un esperto, spetterebbe alla singola società svelare il nome dei soggetti ulteriori, identificandone i nominativi e la situazione di eventuale indipendenza.

Nel valutare l'implementazione della *Section 407*, peraltro, la SEC ha inteso porre mente a due questioni: anzitutto, ha inteso delineare quali siano le caratteristiche di cui un esperto finanziario deve essere dotato, nonché il mezzo con cui si debbono acquisire i caratteri necessari. Quanto al primo punto, un soggetto si ritiene esperto finanziario laddove riesca a comprendere autenticamente i principi contabili; a valutare la loro applicazione rispetto alle stime, agli accantonamenti e alle riserve; a redigere, verificare, analizzare e valutare, anche grazie alla propria esperienza, situazioni di particolare ampiezza e complessità; a comprendere le procedure di controllo interno, di redazione dei *report* finanziari, come pure le funzioni cui sono chiamati i comitati *audit*. Quanto al secondo punto, risultano strumentali all'ottenimento dei risultati di cui si è detto una formazione ed esperienza quale responsabile finanziario o contabile principale, controllore, commercialista, revisore dei conti, ovvero quale supervisore di essi; nonché quale valutatore di società o di commercialisti che siano chiamati a funzioni di preparazione, controllo o valutazione dei bilanci, ovvero quale supervisore di essi. Detti requisiti debbono essere tutti presenti in capo ad un solo consigliere, non si debbono intendere infatti quali requisiti che il Consiglio, collettivamente inteso, deve presentare e rispettare. Nella eventualità in cui non fosse presente un esperto dotato delle caratteristiche necessarie, la SEC ritiene opportuno che la società riveli di non disporre e precisi come i vari membri del comitato possano comunque soddisfare, unitamente considerati, codeste esigenze, assolvendo alle funzioni cui sono tenuti.

Sebbene il Congresso non abbia apertamente richiesto alla SEC di esplicitare nella *Section 407* tutti gli attributi elencati, parimenti esso non ha nemmeno limitato l'esame della Commissione ai soli attributi elencati che, dunque, si debbono intendere quali linee guida, quali esemplificazioni non tassative, non vincolanti, meramente indicative.

Pare interessante sottolineare come i Consigli di amministrazione guardino con favore al modello dei comitati, e tendenzialmente più del 75% delle società appartenenti al S&P 500 abbiano almeno un comitato aggiuntivo rispetto ai tre richiesti necessariamente nel 2016, con un incremento del 14% in soli tre anni<sup>569</sup>. Tra essi, i comitati più frequentemente impiegati sono quelli esecutivi (37%), nonché quelli che si occupano di finanza (31%), *compliance* (12%), rischio (11%) e *social responsibility* (7%).

Stante l'esperienza europea rispetto al modello *comply or explain*, tenendo conto del modello olistico da più parti suggerito, può risultare utile recuperare l'essenza dell'esperienza continentale anche negli Stati Uniti<sup>570</sup>.

---

<sup>569</sup> EY CENTER FOR BOARD MATTERS, *Board committees evolve to address new challenges*, dicembre 2016. Più precisamente, vale la pena di sottolineare come il 25% delle società ne utilizzi addirittura due oltre a quelli previsti, ed il 16% tre o più.

<sup>570</sup> Cfr. N. HASKOVEC, *op. cit.*, 29; D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, *cit.*, 35, note 142 e 143, ove l'A. rinvia a P. KWAN YUK, *Call for More Flexibility on Code*, in *Financial Times*, 25 giugno 2009 e al *King Code of Governance for South Africa*, che adotta tale approccio.

Invero vi sono ora tutti i presupposti necessari per avviare con coraggio e serietà un progetto volto ad implementare i principi statunitensi di *governance* e condurli al livello successivo, secondo una scansione temporale che passa attraverso la revisione della fattibilità dell'intero progetto, lo sviluppo di una struttura di *governance* atta a riceverlo, la realizzazione di una bozza di lavoro relativa ai principi da sottoporre poi ad una fase di consultazione e analisi, nonché di confronto con il mercato e i Regolamenti di borsa, prima della presentazione ufficiale del *corpus* risultante. Uno sforzo, quello suggerito, utile a sviluppare principi: (i) strumentali al settore privato, prima ancora che a quello pubblico; (ii) strumentali, non finalistici rispetto al codice in sé; (iii) rivolti tanto alle società quanto agli investitori istituzionali; (iv) riconosciuti validi da un ente privo di interessi riguardo alla questione, ente di specchiata indipendenza e autonomia di pensiero, rispettato e impegnato nel settore.

Tale esigenza pare ora avvertita anche negli Stati Uniti, ove alla vaghezza dei *Commonsense principles*, di cui si è detto, vengono spesso preferite le indicazioni dei *proxy advisors*. Le loro *Guidelines*, i loro *reports* e *position papers* sono infatti percepiti quali indicazioni concrete, a tutela del valore economico delle società focalizzate rispetto all'operato del consiglio di amministrazione, nella certezza delle responsabilità concrete degli *shareholders*, così da realizzare un adeguato (*sound*) *policy framework*, in linea con una creazione di valore nel lungo periodo<sup>571</sup>.

Anche alla luce di quanto si dirà nei paragrafi successivi in relazione al contesto australiano, neozelandese e canadese<sup>572</sup> circa l'efficacia del *comply or explain*, in una area geografica che si potrebbe considerare quantomeno affine, si impone ai giuristi di conoscere una opportunità di implementazione del *comply or explain* europeo, sintanto che esso non provi empiricamente di essere meno efficiente della legislazione sostanziale nell'ottenimento dei risultati di cui si è parlato, nella speranza che i ciclici fenomeni di crisi non lo sconvolgano, non lo danneggino tanto gravemente da impedirne persino la nascita<sup>573</sup>.

### **3.2. Canada.**

In Canada, Paese la cui *governance* è oggetto, negli ultimi tempi, di particolare attenzione, il Codice di Autodisciplina riveste un rilievo notevole<sup>574</sup>. Tra le considerazioni sul punto importa sottolineare come gli azionisti ricoprano un ruolo di primo piano, così come gli amministratori indipendenti e il *management*, quest'ultimo deputato alla remunerazione del CEO e ai piani di successione<sup>575</sup>.

L'OCSE ha infatti citato il Paese per l'insieme di norme più valido in argomento, secondo solo a quello neozelandese<sup>576</sup>. La sua struttura è affine a quella del Codice australiano, ed i due contesti geografici presentano altresì molteplici affinità, non solo territoriali.

Ricordato come uno tra i Paesi che originariamente hanno adottato il *comply or explain*, il suo tasso di *non-compliance* non è però stato indagato sino a tempi recenti, quando il suo valore si è

---

<sup>571</sup> V. BLACKROCK, *Investment Stewardship, Global Corporate Governance & Engagement Principles*, ottobre 2017, spec. 2-3, *Philosophy on Corporate Governance*.

<sup>572</sup> V., *infra*, **3.2. Canada**.

<sup>573</sup> A. PIETRANCOSTA, *op. cit.*, 2.

<sup>574</sup> K. MACAULAY *et al*, *The Impact of a Change in Corporate Governance Regulations on Firms in Canada*, in *Q. J. Fin. & Acct.*, ottobre 2009 vol. 48, n. 4, 29 ss.

<sup>575</sup> T. TEDESCO, *Shareholders need bigger role*, in *National Post*, 11 ottobre 2011.

<sup>576</sup> OECD, *Economic policy reforms: going for growth*, Parigi, 2015, 26.

assestato ad un livello pari al 39%. Un valore, questo, decisamente inferiore a quello australiano, pari al 74%, a dispetto del fatto che, confrontando i singoli elementi di *governance*, i due Paesi siano molto simili. Detta marcata divergenza genera dunque perplessità e preoccupazione per il monitoraggio e l'applicazione dei principi di autodisciplina<sup>577</sup>.

### **3.3. Australia e Nuova Zelanda.**

In Australia<sup>578</sup>, dove i principi di autodisciplina sono stati per la prima volta elaborati nel 2003<sup>579</sup>, il dibattito sul governo societario negli ultimi tempi ha subito una notevole accelerazione in virtù di alcune importanti influenze, come l'entrata in vigore del *Sarbanes-Oxley Act* negli Stati Uniti, nonché di un orientamento deciso nella direzione dello sviluppo da parte delle imprese di strategie, quali autoregolamentazione, e delle *best practices* rispetto ad un'ampia gamma di questioni, costantemente tendendo ad evitare ulteriori regolamentazioni prescrittive. Una tendenza, questa, sicuramente affine a quella neozelandese. Entrambi i Paesi lambiti dal Mar di Tasman, infatti, accomunati forse da una intuibile e non casuale affinità in tal senso, sono ora dotati di principi di *Corporate Governance* approvati dai rispettivi *Stock Exchanges*. In Nuova Zelanda, il Regolamento di Borsa non solo richiede una dichiarazione secondo la quale rendere palesi politiche, pratiche e processi adottati o seguiti dall'Emittente (*NZX Listing Rules*, 10.5.3(h)), ma anche una dichiarazione su come, in caso affermativo, i principi adottati siano affini o meno alle pratiche inserite espressamente nel Codice (v. Appendice 16) e ai principi di *Corporate governance* sviluppati dalla *New Zealand Securities Commission*<sup>580</sup>. In Australia, parimenti, si assiste alla istituzione del Consiglio di Autodisciplina (*ASX Corporate Governance Council*) e all'adozione, nel 2003, di principi in tema di *governance*, rispetto ai quali è applicato il corrispondente del *comply or explain*: “*if not, why not?*”<sup>581</sup>.

Nel complesso, si osserva come entrambi i codici si soffermino sul c.d. *agency cost problem* e come gli argomenti siano affini<sup>582</sup> (*inter alia*, quanto alla composizione del *Board* e alle sue

---

<sup>577</sup> S.E. SALTERIO, J.E.D. CONROD, R.N. SCHMIDT, *op. loc. cit.*

<sup>578</sup> Cfr., diffusamente, A. KLETTNER, *Corporate Governance Regulation. The Changing Roles and Responsibilities of Boards of Directors*, *cit.*, 2016 e G. STAPLEDON, *The development of corporate governance in Australia*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 330 ss.

<sup>579</sup> ASX Corporate Governance Council, *Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*, 2003. Anche rispetto a questo sistema si applica il *comply or explain*, altresì detto “*if not, why not?*”, v. A. ANAND, *An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2006, vol. 31, n. 1, 229 ss., a 232 e nota 12 e, in una prospettiva diacronica, A. KLETTNER, *Corporate Governance Codes and Gender Diversity: Management-Based Regulation in Action*, in *Univ. New South Wales L. J.*, 2016, vol. 36, 715 ss.

<sup>580</sup> Detti principi sono stati rivisti nel 2017 e alla nuova versione del Codice (disponibile all'indirizzo [nzx.com/files/static/cms-documents//NZX\\_Corporate\\_Governance\\_Code\\_2017.pdf](http://nzx.com/files/static/cms-documents//NZX_Corporate_Governance_Code_2017.pdf)) si affianca un *handbook* strumentale alla applicazione specifica dei principi di governo societario per parte di amministratori, dirigenti e consulenti, *inter alia*, di società non quotate e del settore pubblico (consultabile all'indirizzo [fma.govt.nz/assets/Reports/\\_versions/10539/180228-Corporate-Governance-Handbook-2018.1.pdf](http://fma.govt.nz/assets/Reports/_versions/10539/180228-Corporate-Governance-Handbook-2018.1.pdf)).

<sup>581</sup> G. NOONAN, *If not, why not?*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, *cit.*, 6.

<sup>582</sup> In tal senso anche R. GRANTHAM, *Corporate Governance Codes in Australia and New Zealand: Propriety and Prosperity*, in *U. Queensland L. J.*, 2004, vol. 23, 218 ss., che osserva: «While the two codes *differ in some respects, their similarities are far more notable than their differences*. In particular, both codes implicitly identify the same central issue. That is, the so-called 'agency cost problem': the tendency of senior management to act self-interestedly.

prestazioni, ai comitati consiliari, *reporting* e divulgazione, alla retribuzione, ai rapporti con gli azionisti, agli *standard* etici).

Interessa in realtà come, in Australia, il legislatore nell'ambito societario (*Australian Securities and Investments Commission* o "ASIC") abbia di recente dimostrato la volontà di invocare principi "non legal" per definire il contenuto degli obblighi legali in capo agli amministratori. Di qui, il quesito – dalla portata sistematica notevole – che induce ad interrogarsi sul fatto che, in futuro, possano essere proprio questi principi "non legal" ad influenzare decisioni giudiziarie.

Colpisce come essi affrontino una serie di questioni, dai temi più generali alle procedure più dettagliate: dalle responsabilità inerenti alle varie sedi sociali, alle diversità di genere all'interno del Consiglio di amministrazione<sup>583</sup>.

Di qui l'evidente esistenza di un collegamento, di un ponte tra principi di *corporate governance* prodotti in un ambiente *non-legal*, da un lato, e la giurisprudenza in tema di doveri degli amministratori e dei funzionari, dall'altro. Ad esempio, il *duty of care and diligence* nell'*Australian Corporations Act, Section 180 (1)*, impone che gli amministratori debbano esercitare i propri poteri e adempiere alle proprie funzioni con il grado di attenzione che una persona ragionevole avrebbe esercitato se, in dette circostanze, avesse ricoperto tale carica e assunto le medesime responsabilità all'interno della società.

A seguito di un notevole aumento della complessità della realtà economica, è stato necessario incrementare il livello di capacità richiesto agli amministratori medesimi, tenendo così in adeguata considerazione anche la letteratura espressasi nell'ambito del governo societario a tale scopo. Nel caso australiano *AWA Ltd v. Daniels*<sup>584</sup>, ad esempio, il giudice ha distinto le posizioni di amministratori esecutivi e non, una differenziazione non puntualmente considerata in *Daniels v. Anderson*<sup>585</sup>, ove si è asserito che le responsabilità di tutti gli amministratori richiedono misure ragionevoli atte a guidare e monitorare la gestione della società.

Ci si chiede quindi se i principi di autodisciplina avrebbero potuto diversamente orientare od influenzare queste affermazioni, ove posti dinanzi al giudice. Nella discussione del caso *Greaves*, la Commissione ha affermato che avrebbe fatto affidamento su *affidavit* di esperti presidenti di società quotate per quanto riguarda le loro responsabilità, nonché su varie posizioni dottrinali, tra cui quelle espresse da *Sir Adrian Cadbury*<sup>586</sup> e *John Harper*<sup>587</sup>.

---

The solution in both codes is the creation of an independent board to monitor management closely and an extensive, robust regime of financial reporting» (corsivo aggiunto).

<sup>583</sup> «There is nothing homogenous about the global picture, however, and differences between countries and companies remain significant. The effect of varying degrees of legislative pressure is marked: Norway's boards are 36.3 per cent female, while Germany's comprise just 12.9 per cent. The countries that show the largest increase of female participation at board level over the last year - France and Australia - have been nudged into action via legislation (France) or a *beefed-up "comply or explain" governance code (Australia)* [...] Australia has seen a 3.5 percentage point increase in women occupying board seats just in the last year, taking it to 13.8 per cent, with 68.5 per cent of Australia's leading companies (ASX 200-listed) having at least one woman director», L. BOLSHAW, *The struggle continues for more boardroom diversity*, in *Financial Times*, 8 marzo 2012. Cfr. A.A. DHIR, *Challenging Boardroom Homogeneity: Corporate Law, Governance, and Diversity*, Cambridge University Press, New York, 2015.

<sup>584</sup> *AWA Ltd v. Daniels* (1992) 7 ACSR 759, a 867. V. anche R. BAXT, *The AWA case - some further reflections*, in *Aust. Bus. Law Rev.*, 1992, vol. 20, n. 6, 520 ss.

<sup>585</sup> *Daniels v. Anderson* (1995) 37 NSWLR 438.

<sup>586</sup> SIR ADRIAN CADBURY, *The Company Chairman*, Director Books, Hemel Hempstead, Hertfordshire, 1995.

<sup>587</sup> J. HARPER, *Chairing the Board*, Kogan Page, Londra, 2000.

Conviene dunque riflettere, anche da parte della giurisprudenza, rispetto a questi principi di autodisciplina e alla dottrina ad essi relata. Se, come noto, i giudici hanno diritto persino di compiere riferimenti ai dizionari, al fine di accertare il significato lessicale di un termine, senza che le parti debbano produrre prove avvalorate da un esperto, parrebbe possibile per parte di un giudice consultare Codici di Autodisciplina e dottrina giuridica al fine di comprendere meglio le questioni giuridiche che è chiamato a dirimere<sup>588</sup>.

Se tale modello presenta l'indubbio fascino di consentire alle imprese di adottare pratiche corrispondenti ai loro bisogni, senza dover rigidamente seguire un modello strutturale inadeguato rispetto alla loro specifica situazione, esso sembra però funzionare in modo non particolarmente efficace allorquando le *best practices* aumentano il loro grado di dettaglio e, inversamente, le spiegazioni, per il mancato riguardo di dette previsioni, iniziano ad assumere toni standardizzati.

### **3.4. Principi OCSE/G20.**

Finora, in più occasioni si è inteso sottolineare le eventuali convergenze tra i prodotti degli ordinamenti, senza però porre mente ad un *framework* di più ampio respiro, quello derivato dai principi OCSE, che individuano esclusivamente il “minimo comun denominatore tra le esperienze proprie dei vari paesi membri”<sup>589</sup>. Il loro rilievo, già chiaro persino guardando al ruolo che essi ricoprono, è riconosciuto apertamente tanto dalla inclusione degli stessi nelle norme dei Paesi Membri quanto nei c.d. *key standards* dal *Financial Stability Board* e nelle linee guida per la *governance bancaria* (*Corporate Governance Principles for Banks*).

I Principi di governo societario elaborati dall'OCSE, veri e propri *standard setters*, hanno sostanzialmente influito sulla transizione delle economie e dei codici dell'Europa continentale, fornendo un modello che contempla sia gli interessi degli azionisti sia le preoccupazioni delle parti interessate. Adottati talora in modo acritico da alcuni Paesi<sup>590</sup>, tali “archetipi di metodologia di regolazione”<sup>591</sup> costituiscono il prodotto di una rielaborazione meditata e ponderata, condotta in collaborazione con autorità nazionali, governi, organizzazioni internazionali e rappresentanti delle imprese, ispirata ai dodici principali *standard* per la solidità dei sistemi finanziari (*Twelve Key Standards for Sound Financial Systems of the Financial Stability Forum*). Detti principi, riveduti e aggiornati nel 2004 con il contributo dell'*OECD Steering Group on Corporate Governance*<sup>592</sup> – il quale include rappresentanti dei Paesi OCSE, della Banca mondiale, della Banca dei Regolamenti Internazionali, del Fondo Monetario Internazionale, del Comitato di Basilea e dell'Organizzazione internazionale dei titoli in qualità di osservatori privilegiati – e ancor più di recente nel 2015<sup>593</sup>, riflettono una regolamentazione “*crisis driven*”<sup>594</sup>, un quadro d'assieme

---

<sup>588</sup> R.P. AUSTIN, *op. loc. cit.*

<sup>589</sup> M. BRUNETTA, *op. cit.*, 452. Cfr. J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. cit.*, spec. 69 s.

<sup>590</sup> «The Principles have been adopted almost wholesale as a model for some countries' corporate governance codes, particularly Russia and the Czech Republic», L. TALBOT, *op. cit.*, 213.

<sup>591</sup> E. MOSTACCI, *op. cit.*, 165.

<sup>592</sup> Tali principi si rivolgono ad un ampio pubblico di *policy makers* e operatori di mercato onde contribuire all'efficienza economica, alla crescita sostenibile e alla stabilità finanziaria, nonché per tendere costantemente al miglioramento delle politiche di *corporate governance* e supportare l'evoluzione delle migliori prassi societarie.

<sup>593</sup> I punti salienti dell'evoluzione (reazione alla crisi finanziaria, nuovo contesto finanziario, rafforzamento di alcuni temi e *peer reviews*) sono evidenziati in H. LEHUEDE, *Board Formation under G20/OECD Principles of*

particolarmente utile, una base comune indispensabile per lo sviluppo di prassi societarie condivise, nonché essenziale per garantire efficienza economica e fiducia agli investitori<sup>595</sup>. Essi prevedono adeguati incentivi per il compimento di un monitoraggio completo e dettagliato, parimenti rafforzano la convinzione secondo la quale l'etica degli affari e la consapevolezza del rilievo delle questioni ambientali e degli interessi sociali, nell'interesse dei quali una società è chiamata ad operare, pur non costituendo *per se* valori assoluti, generano un impatto positivo sul successo di una società<sup>596</sup>. Detti principi, per lo più trasfusi nelle *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, si rivolgono particolarmente a situazioni in cui vengono minati gli interessi degli azionisti: «[i]n promoting shareholder primacy the Principles recommend that national guidelines should ensure transparency, effective profitability and incentives»<sup>597</sup>, e a situazioni che interessano i lavoratori.

Anche rispetto a questi, rileva il pensiero di Sir Adrian Cadbury. Come partecipante di una delle iniziali adunanze, egli ha inciso notevolmente, con lo scopo di determinare elementi comuni e condivisi, abbracciare modelli differenti, non vincolanti, non dettagliati ma finalizzati ad individuare un obiettivo, nonché le modalità migliori per perseguirlo: trattasi di un punto di riferimento, un *framework* per il sistema di *governance*, che riflette le peculiarità culturali di tipo economico, sociale, legale e culturale di ciascun Paese<sup>598</sup>.

Quale notazione preliminare pare interessante sottolineare la differente accezione di *governance* in essi contenuta, rispetto a quella inserita nel “Rapporto sulla *Corporate Governance*” e nel Codice di Autodisciplina inglese: «the Corporate Governance framework should recognize the rights of the stakeholders as established by law and encourage active co-operation between corporations and stakeholders in creating wealth, jobs and the sustainability of financially sound enterprises»<sup>599</sup>.

Nella loro ultima edizione, prodotto di una articolata consultazione pubblica aperta nel novembre 2014, pubblicata il 5 settembre 2015<sup>600</sup>, che ha visto la partecipazione di Paesi OCSE e

---

*Corporate Governance*, Relazione tenutasi in occasione del seminario Assonime-OECD “Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future”, spec. a 5 e 7.

<sup>594</sup> M.M. SIEMS, O.S. ALVAREZ-MACOTELA, *The G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015: A Critical Assessment of Their Operation and Impact*, in *J. Business Law*, 2017, n. 4, 310 ss.

<sup>595</sup> A dispetto delle variazioni occorse, i principi rimangono sostanzialmente inalterati rispetto all'iniziale impianto del 1999.

<sup>596</sup> OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2004, 12.

<sup>597</sup> OECD, *Principles of Corporate Governance*, cit., 17, riportato in L. TALBOT, *op. cit.*, 215 e nota 101, ove l'A. asserisce che si raccomandano anche altri meccanismi di protezione al fine di tutelare i diritti proprietari degli azionisti e la trasferibilità dei loro *asset*: «shareholders should be informed about corporate activities such as amendments to the constitution, new share issues and asset changes and participation in meetings, including electing and removing boards; shareholders should be acknowledged as having a right to profit; all shareholders should be treated equally and any changes to rights should be approved by the affected class; shareholders' interest should be protected by an effective market for corporate control so that anti-takeover devices should not shield management from accountability».

<sup>598</sup> I.M. MILLSTEIN, *Sir Adrian Cadbury*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, cit., a 9 e nota 5, ove l'A. rinvia ai principi OECD formulati nel 1999. Più in generale, l'impatto dei profili culturali rispetto alla *governance* è esaminato in J. DINE, M. KOUTSIAS, *op. loc. cit.*

<sup>599</sup> S. ALVARO, P. CICCAGLIONI, G. SICILIANO, *op. cit.*, 5 e nota 1, ove l'A. rinvia anche a F. MAZZINI, *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, in *Studi e note di economia*, 2001, 3, 11.

<sup>600</sup> OECD, *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 2015, OECD Publishing, Parigi. Un riferimento agli stessi è contenuto anche nel COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione*

del G20<sup>601,602</sup>, di istituzioni e organismi nazionali e internazionali (Comitato di Basilea, *Financial Stability Board* e Banca Mondiale), già *prima facie* si rileva come essi discendano dalla crisi economica e dalle riflessioni che questa ha generato: i principi I.A e I.B parlano infatti di “mercati trasparenti, equi, ben funzionanti” e di “efficiente allocazione delle risorse”.

A livello strutturale, i Principi si articolano in sei capitoli: (i) assicurazione delle basi per un efficace governo societario; (ii) diritti ed equo trattamento degli azionisti, quali funzioni della proprietà azionaria; (iii) investitori istituzionali, mercato dei capitali e altri intermediari; (iv) ruolo degli *stakeholders*; (v) *disclosure* e trasparenza; (vi) responsabilità del Consiglio di amministrazione (o dell'organo comunque investito del potere di amministrazione). Ciascuno di essi è ripartito in principi e sotto-principi, ulteriormente contenenti riferimenti ai *trend* legislativi e autoregolamentari, come pure agli esempi di strumenti alternativi per la applicazione dei principi.

Tra le modifiche apportate, sia consentito segnalare il riferimento più dettagliato all'autodisciplina e al principio del *comply or explain*,<sup>603</sup> l'inserimento di precisazioni strutturali e funzionali rispetto alle Borse valori, il rafforzamento dei diritti degli azionisti ad un trattamento equo, il coinvolgimento degli azionisti nel voto delle politiche sulle remunerazioni, la maggiore attenzione rispetto ai mercati dei capitali (principio II.D., I.D., in tema di *price discovery*, III.F, in tema di asimmetrie informative), la richiesta di una effettiva trasparenza agli investitori istituzionali (principio III.A., III.B., III.C., in tema di *voting policies* e a tutela del *beneficial owner*), la corretta gestione dei conflitti di interesse (principio III.F.), l'importanza della *disclosure* finanziaria e non (principio III.F.), il ruolo del Consiglio di amministrazione e del comitato nomine, i sistemi di controllo interno e la auto-valutazione del Consiglio medesimo.

La natura di detti principi pare però destinata ad evolvere e ad assumere, in futuro, una sfumatura differente: da un lato, essi potrebbero trasformarsi in regole dettagliate, entrate in vigore a mezzo di un trattato vincolante (e spetterà poi alle società decidere se adottare i principi OCSE per attrarre investitori istituzionali); dall'altro, essi potrebbero assumere il ruolo di mero “quadro comune di riferimento” volto a facilitare il dibattito in tema di *corporate governance*<sup>604</sup>.

Per i fini che qui importano, rileva come il *comply or explain* venga specificamente considerato in due punti del documento: precisamente all'interno del capitolo 1 e del capitolo 5. A livello di condivisione di principi, emerge come l'autoregolamentazione costituisca uno dei

della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina, dicembre 2016, 5 s.

Cfr. A. ROWLEY, *Corporate governance: G-20/OECD may be off-track*, in *Business Times*, 15 settembre 2015 e I. KOSKE *et al.*, *Regulatory management practices in OECD countries*, Parigi, 2016.

<sup>601</sup> A. GURRÍA, *Remarks*, in *G20 Ankara: Presentation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Ankara, 5 settembre 2015.

<sup>602</sup> *G20 Leaders endorse G20/OECD Principles of Corporate Governance*, 16 novembre 2015, ove si legge: «[t]he Principles clearly identify the key building blocks for a sound corporate governance framework and offer practical guidance for implementation at a national level. Importantly, their implementation will help us build an environment of trust, transparency and accountability so that the financial sector can serve the needs of the real economy in terms of access to long term capital and investment».

<sup>603</sup> Sul punto, anche M. FENWICK, E.P.M. VERMEULEN, *Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture'*. *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2018-1*; *TILEC Discussion Paper No. 2018-006*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3098235](https://ssrn.com/abstract=3098235), a 9.

<sup>604</sup> M.M. SIEMS, O.S. ALVAREZ-MACOTELA, *op. loc. cit.*

piani essenziali di cui è costituito l'intero impianto normativo<sup>605</sup>, mentre, a livello di *disclosure*, emerge come si debba attribuire al *reporting* una importanza primaria, anche a tutela dei terzi, rispetto ai quali esso si presenta come fonte informativa imprescindibile<sup>606</sup>.

Per quanto attiene, invece, ai Paesi asiatici – la crisi dei quali aveva determinato la necessità, per l'OCSE, di adottare i principi *de quo* – l'implementazione delle regole di buon governo societario ha incontrato ostacoli molteplici nella complessa articolazione della struttura proprietaria, così determinando un incedere meno spedito e sicuro nella direzione originariamente delineata<sup>607</sup>.

---

<sup>605</sup> «This corporate governance framework typically comprises elements of legislation, regulation, self-regulatory arrangements, voluntary commitments and business practices that are the result of a country's specific circumstances, history and tradition. The *desirable mix* between legislation, regulation, self-regulation, voluntary standards, etc., will therefore vary from country to country. The legislative and regulatory elements of the corporate governance framework can usefully be *complemented by soft law* elements based on the “comply or explain” principle such as corporate governance codes in order to allow for flexibility and address specificities of individual companies. What works well in one company, for one investor or a particular stakeholder may not necessarily be generally applicable to corporations, investors and stakeholders that operate in another context and under different circumstances» (corsivo aggiunto), a 13.

<sup>606</sup> «Companies should report their corporate governance practices, and such disclosure should be mandated as part of the regular reporting. Companies should implement corporate governance principles set, or endorsed, by the regulatory or listing authority with mandatory reporting on a “comply or explain” or similar basis», a 42.

<sup>607</sup> Per tutti, D. ARSALIDOU, M. WANG, *Difficulties with Enforcing Western Standards of Corporate Governance in Asia*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2005, 336.

*Il percorso ora tracciato – che muove dall’art. 62 del TUF, attraverso il regolamento della società di gestione, e infine giunge al Codice di Autodisciplina (un piccolo Stufenbau, o edificio a piani, nel linguaggio di Hans Kelsen) -; questo percorso, dicevo, dimostra che le norme del codice sono dentro, e non fuori del nostro ordinamento giuridico, cioè che esse hanno rilevanza come criteri per la valutazione dei comportamenti e la decisione delle relative controversie.*  
— Natalino Irti<sup>608</sup>

#### 4. PROFILI PECULIARI.

Dopo aver considerato i caratteri nazionali dei Codici, nonché le peculiari e molteplici declinazioni che nelle differenti realtà statali ha subito il *comply or explain*, nel presente paragrafo si affrontano le peculiarità di maggiore interesse legate all’argomento. Esso non è infatti scevro da esitazioni o dubbi applicativi, che verranno affrontati nei successivi paragrafi<sup>609</sup>, in particolare: (i) il livello e la qualità dell’informazione fornita nelle dichiarazioni che illustrano le deviazioni rispetto alle indicazioni codicistiche; (ii) la trattazione di alcune questioni di particolare attualità, quali il ruolo dei – sempre più rilevanti – investitori istituzionali.

*Explanations exist; they have existed for all time; there is always a well-known solution to every human problem — neat, plausible, and wrong.*  
— Henry Louis Mencken

##### 4.1. ... dalla qualità del *comply or explain*.

Anzitutto si precisa come le percentuali di *compliance* rispetto ai principi enucleati nei Codici – cui si è compiuto riferimento nei paragrafi precedenti, rinviando così agli studi empirici che se ne sono occupati nel dettaglio – non costituiscano l’unica misura di valutazione della quale tenere conto nel momento in cui si intraprende una valutazione degli stessi, peraltro lontana da qualsiasi forma di “stigma”<sup>610</sup>.

Nello specifico, si sottolinea come l’importanza della disamina dell’impatto del meccanismo di *comply or explain* sia riconosciuta dallo *European Corporate Governance Forum* che, il 9 novembre 2006, si è così espresso: «[...] it seems appropriate to have a closer look at the way in which companies comply with the recommendations of the applicable code. In particular, it does not seem sufficient to rely on simple compliance rates. When applying the principle of “comply or explain” more emphasis needs to be put on the quality of the explanations for deviations from the code as a meaningful explanation can fully justify noncompliance. The potential responsibility inherent to a statement of compliance should also be examined». Tali preoccupazioni costituiscono l’eco, a livello europeo, delle considerazioni già espresse nel Regno Unito, dove, nonostante gli alti livelli di *compliance*, le spiegazioni relative alla deviazione dal Codice stesso costituiscono tuttora una problematica di primo piano<sup>611</sup>.

<sup>608</sup> N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità “amministrativa”, Codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 698.

<sup>609</sup> «While comply or explain has engendered substantial support and acceptance, there are weaknesses in its implementation», così A. KEAY, *op. cit.*, 294.

<sup>610</sup> D. MAYHEW, *Explaining without stigma*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, *cit.*, a 27 ss.

<sup>611</sup> «[N]otwithstanding the high levels of compliance with the UK Corporate Governance Code (...) many still

A dispetto della promozione del principio a livello internazionale da parte delle istituzioni, la dottrina si è raramente concentrata sulla valutazione delle modalità di funzionamento pratico del sistema, sulla correlazione tra spiegazioni e ritorni economici e, in particolare, «*hardly any systematic research has been conducted on the different ways in which companies make use of the option to “explain”*»<sup>612</sup>.

Alcuni studi, tuttavia, negli anni passati, hanno tentato di analizzare la qualità delle spiegazioni fornite nelle relazioni di *corporate governance*. Esse sono graduabili da spiegazioni autenticamente “*genuine*”, formulate nello spirito del Codice, dettagliate e specifiche rispetto alla singola realtà sociale, a spiegazioni “*transitional*”, che guardano ad una situazione transitoria in cui la società si trova; da spiegazioni “*limited*”, che non contemplan le peculiarità della singola società, ma offrono soltanto informazioni generali, a spiegazioni “*inline*”, che non solo non hanno riguardo per i casi di specie, ma che sostanzialmente ripetono il contenuto delle disposizioni codicistiche da cui si allontanano; da spiegazioni ampie (“*general*”), lessicalmente standardizzate, che rinviando ad argomenti amplissimi (quali i migliori interessi sociali e le prassi di mercato), a spiegazioni sostanzialmente assenti (“*no explanation*”)<sup>613</sup>. La delineata tassonomia risulta comunque connotata da soggettività e discrezionalità marcate, caratteristiche che permeano però qualsivoglia valutazione operabile nel contesto del governo societario: «*there is no common ground on how comply or explain is satisfied, and no principles or even guidelines for directors as to what constitutes proper or acceptable explanation. The fact is that whether or not an explanation is adequate is a highly subjective matter*»<sup>614</sup>.

Una differente, ulteriore tassonomia ha invece identificato tre principali categorie di spiegazioni: (i) assenza di giustificazione, a propria volta realizzabile in senso stretto (“*pure disclosure*”), tramite la descrizione di una prassi alternativa ovvero tramite una “giustificazione vuota”<sup>615</sup>; (ii) giustificazione contestualizzata<sup>616</sup>; (iii) giustificazione di principio, nel caso di una inefficace previsione codicistica ovvero di un conflitto rispetto a previsioni normative.<sup>617</sup>

---

struggle to articulate clearly why they have chosen to deviate», FRC, *Developments in Corporate Governance 2013: the Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, dicembre 2013, a 2. A tale interrogativo si affiancano poi due ulteriori riflessioni: quanto è possibile effettivamente allontanarsi da detto principio? (A. BELCHER, *Regulation by the market: the case of the Cadbury Code and compliance statement. (United Kingdom)*, in *J. Bus. Law*, luglio 1995, 321 ss.); non sarebbe dunque opportuno focalizzarsi in modo persino più incisivo sulla spiegazione richiesta (rimodulando l’adagio in “*do not comply but just explain*”) e porre così in secondo piano l’aspetto della *compliance*?

<sup>612</sup> D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the ‘comply-or-explain’ principle, cit.*, a 792 (corsivo aggiunto).

<sup>613</sup> V. S.R. ARCOT, V.G. BRUNO, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance, 1st Annual Conference on Empirical Legal Studies, op. loc cit.* e P. INWINKL, M. WALLMAN, S. JOSEFSSON, *op. cit.*

V. anche l’affine classificazione teorizzata in J.B. ANDERSSON, *op. cit.*, 91 ss.; in *Nordic & European Company Law Working Paper No. 10-19*, 101 e nota 19.

<sup>614</sup> A. KEAY, *op. cit.* (corsivo aggiunto).

<sup>615</sup> Gli autori (D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the ‘comply-or-explain’ principle, cit.*, 816-823) ne forniscono peraltro alcune esemplificazioni. Quanto alla prima sub-categoria, essi richiamano il caso *Alliance Trust* («[t]here was no insurance cover in place in respect of legal action against the Company’s directors until 9 June 2005 [as required by German Code A.1.5]»); quanto alla seconda e alla terza il caso *Adidas-Solomon* (rispettivamente «[t]he structure and level of the Executive Board compensation is reviewed and determined by the supervisory Board’s General Committee instead of the entire Supervisory Board [as required by German Code provision 4.2.2, par. 1]. The General Committee informs the Supervisory Board as a whole on the respective results» e «we believe that due to the successful work of the supervisory Board and its committees in the past, an additional compensation for the members of the committee [in compliance with Section 5.4.7, paragraph 2 of German code] is not necessary»).

In particolare uno studio compiuto in tema di *monitoring* ed *enforcement* dei Codici negli Stati Membri<sup>618</sup> ha evidenziato come la qualità delle spiegazioni sia caratterizzata da un livello globale piuttosto basso, inversamente proporzionale alla loro importanza<sup>619</sup>. Un risultato, questo, confermato anche in plurimi scritti<sup>620</sup>. Tra i più recenti, il lavoro svolto da Andersson precisa come soltanto talune spiegazioni fornite (39 %), soprattutto in Francia, Olanda, Svezia e Regno Unito, possano essere classificate come “sufficientemente informative”.

Circa lo studio condotto sulle deviazioni che hanno interessato il sistema inglese e quello tedesco, rileva che le deviazioni interessano non solo società di dimensioni diverse, provando come questo aspetto non incida rispetto alla adozione o meno dei principi in parola; quindi, che vi siano questioni rispetto alle quali la *non compliance* è più frequente (ad esempio, in Inghilterra, il requisito secondo cui la maggioranza dei membri del *Board* deve essere indipendente riguardo agli amministratori non esecutivi, alla composizione del comitato *audit*, alla composizione del comitato remunerazioni e al requisito secondo cui la maggioranza dei membri della commissione nomine deve essere indipendente; in Germania, l’informativa circa la remunerazione di ciascun amministratore, la deducibilità delle politiche assicurative destinate ad amministratori e *managers*; la composizione delle commissioni sulla base delle *expertise* dei singoli)<sup>621</sup>.

Al contempo, uno studio compiuto dalla Commissione Europea ha evidenziato che, a dispetto della eventuale *compliance* relativa alle disposizioni normative, in molti Stati Membri si sia registrato un graduale miglioramento della qualità della *governance*<sup>622</sup>. In altri termini, le società stanno apprendendo il contenuto autentico dei codici – e spiegazioni sempre più accurate vengono oggi fornite, anche grazie alle attività concertate di Autorità di vigilanza, Borsa e Camere di commercio. Una implementazione che sicuramente trarrebbe giovamento: (i) dalla presenza di spiegazioni più dettagliate, similmente a quanto suggerito dal Codice svedese, ove è richiesto alle società di precisare la norma da cui hanno preso le distanze, di motivarne le ragioni e di illustrare

<sup>616</sup> Ne è un esempio il caso della società WCM («[a]t the moment, we do not plan to change the current compensation system [to comply with German code provision 5.4.7 para. 2.S1], since forms of payment related to company performance are unusual in our particular competitive environment»).

<sup>617</sup> Per un verso, la società Fresenius ha sottolineato come «[d]isclosure of individual compensation for each member of the Management Board, required by clause 4.2.4., sentence 2, in our view limits the structuring of compensation in such a way as to distinguish individual performance and responsibility», per altro verso, EM TV ha precisato che l’introduzione di una remunerazione parametrata a *performance* individuale viene temporaneamente accantonata, in attesa degli sviluppi normativi («since there are currently concerns regarding the legality of performance related payments»).

<sup>618</sup> RISKMETRICS GROUP FOR THE EU, *Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States*, cit.

<sup>619</sup> «As the European Corporate Governance Forum stated in 2006, one of the main pillars required for the principle to be effective is that shareholders must engage in monitoring the companies’ compliance with the Code, holding boards into account when they fail to provide adequate explanations for not doing so», G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 10 e nota 55.

<sup>620</sup> D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the ‘comply-or-explain’ principle*, cit., 807 s. e, per una ricognizione della letteratura, anche A. KEAY, *op. cit.* e G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 15 ss.

<sup>621</sup> D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the ‘comply-or-explain’ principle*, *op. cit.*, rispettivamente a 799 s., tabella 3 e 800 s., tabella 5.

<sup>622</sup> J.B. ANDERSSON, *op. cit.*, 102.

la soluzione che, alternativamente a quella indicata nel Codice, hanno inteso adottare<sup>623</sup>; (ii) da un controllo autorizzato, competente e consapevole, da parte di Borsa e Autorità di vigilanza, finalizzato a garantire la trasparenza del mercato<sup>624</sup>. Onde evitare che anche una spiegazione precisa e dettagliata non giovi al governo societario, la motivazione fornita deve continuare ad essere del pari intellegibile per parte di un lettore medio e, al contempo, non costituire oggetto di rigida valutazione per parte della competente Autorità di vigilanza, ma – anche per arginare i non irrilevanti costi che altrimenti potrebbero derivare dalla burocrazia associata a detto *monitoring* – deve continuare a costituire oggetto delle libere valutazioni degli investitori. Dinanzi a dette osservazioni, una soluzione possibile, ragionevole e non particolarmente costosa potrebbe dunque vedere il coinvolgimento dei revisori nelle operazioni di controllo qualitativo delle spiegazioni fornite nei *report* sul governo societario<sup>625</sup>.

Non solo. Come proposto di recente dalla Commissione Europea<sup>626</sup>, potrebbe essere utile creare un efficace (ed eventualmente concertato) organo con specifiche funzioni di *monitoring*: una sorta di *rating agency*<sup>627</sup> capace di indagare la qualità<sup>628</sup> con cui vengono esposte e motivate le situazioni di *non-compliance*<sup>629</sup>, rendendo poi disponibili i risultati del lavoro compiuto attraverso i

---

<sup>623</sup> V. il già richiamato *Green Paper* (COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011)164, 5 aprile 2011), a 19.

<sup>624</sup> A. KEAY, *op. cit.*; R.B.H. HOOGHIEMSTRA, H. VAN EES, *op. cit.*, 481 e 493.

<sup>625</sup> J.B. ANDERSSON, *op. cit.*, 104.

<sup>626</sup> COMMISSIONE EUROPEA, *Raccomandazione 2014/208/EU del 9 aprile 2014 on the Quality of Corporate Governance Reporting ('Comply-or-Explain' Principle)*, 2014, OJ L109/43.

<sup>627</sup> Detta operazione di “*rating*” risulterebbe accompagnata dunque dal c.d. “*test of efficacy*”, così definito in V. MAGNIER, *Harmonization process for effective corporate governance in the European Union: from a historical perspective to future prospects*, *cit.*, 99.

<sup>628</sup> L'ampia letteratura in tema di *rating* ha posto in luce come, gradualmente, le funzioni di tale istituto dell'economia finanziaria siano progressivamente variate: dalla più “semplice” riduzione del “*gap* di informazione” tra gli operatori di mercato con conseguente introduzione del “*reputational value*” alla più “marcata” funzione di “certificazione”, pur di distinguere titoli dai diversi indici di rischio (M. RISPOLI FARINA, *Le agenzie di rating*. Atti del convegno tenutosi a Salerno, 8-9 novembre 2012, a cura di A. Prencipe, Giuffrè, Milano, 2014, 300 e note bibliografiche ivi riportate). Cfr. anche S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*. Atti del convegno, Salerno, 8-9 novembre 2012, a cura di A. Prencipe, Giuffrè, Milano, 2014, 339 ss., ove l'A. sottolinea l'ampio utilizzo del fenomeno anche nel diritto amministrativo contemporaneo, quale espressione della « “galassia” dell'esternalizzazione, totale o parziale, della produzione di “certificazioni” di qualità, cui è riconosciuta valenza generale», a 343); A. TROISI, *Le agenzie di rating: regime disciplinare e profili evolutivi*, Cedam, Padova, 2013; B. SZEGO, G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. “Reliance” e “over-reliance” sulle agenzie di rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 335 ss. e G. PRESTI, *Take the “AAA” train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 251 ss.

<sup>629</sup> G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 21, ed E. MICHELER, *op. cit.*, spec. 46 ss. («This article puts forward the idea that the creation of an online review facility where all market participants are able to review and rate all companies listed in a particular market would solve a number of problems that currently prevent shareholders, in particular institutional investors and the ultimate beneficiaries of investment vehicles such as pension funds, from engaging with companies. It is suggested that all listed companies should be required to have a link to this review and rating facility on their website. Listed companies should have the ability to respond to the reviews and ratings on the site. Furthermore, the review facility should be regulated. The arrangement currently used for appointing and overseeing the operator of the UK securities settlement system could serve as a model. [...] The empirical finding is that less than half of explanations given can be qualified as sufficiently informative. The criticism that comply-or-explain reports appear to be of low informative quality has also been expressed by the UK *Financial Reporting Council* (FRC) and in the academic literature. The problem of low-quality governance reports is connected to that of low-level shareholder engagement. It seems that companies would pay more

siti *internet* di ciascuna società quotata. Dopotutto, in un periodo di alta volatilità di mercato, al fine di minimizzare i rischi, il buon governo delle società influisce in senso determinante rispetto alle scelte di investimento. Questo sistema, definito anche *web-based quality review mechanism*, se, per un verso, in presenza di una accurata, solida e condivisa informativa societaria<sup>630</sup>, genererebbe una pressione rispetto agli organi sociali, parzialmente contrastante con il generale criterio di flessibilità che permea il principio oggetto di disamina<sup>631</sup>; per altro verso, permetterebbe agli investitori di instaurare un attivo confronto e un proficuo dialogo con il Consiglio di amministrazione, li coinvolgerebbe sempre più nelle funzioni di *monitoring*, incrementerebbe la trasparenza nelle questioni di *governance* e permetterebbe agli investitori di sollevare in prima persona questioni di primario interesse<sup>632</sup>.

In alcuni Stati, quali la Spagna, mediante la *Comision Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), esiste un organo chiamato a svolgere le funzioni di *monitoring* e a verificare le informazioni divulgate, assicurando che le società forniscano informazioni sufficienti circa le proprie deviazioni dal codice. La pubblicazione dei risultati delle indagini permette peraltro di offrire agli azionisti un giudizio sereno circa il mancato rispetto di una determinata *best practice* da parte di una società.

In altri Stati, tra cui l'Olanda, non vi è un organo deputato alle funzioni di *monitoring*, ma è il Comitato per la *Corporate Governance* a garantire che il Codice di Autodisciplina sia costantemente aggiornato e attuale, che riconosca la responsabilità delle società in caso di mancato rispetto di una disposizione e di mancata indicazione delle ragioni alla base di tale scelta<sup>633</sup>. Di qui anche il recente interesse della dottrina, che ha sottolineato come sia necessario – al fine di rafforzare il più possibile il Codice stesso – penalizzare spiegazioni poco accurate e circostanze in cui la società dichiara *erroneamente* di seguire una determinata raccomandazione<sup>634</sup>.

L'idea di una supervisione regolamentare rispetto al *comply or explain* non è nuova, soprattutto alla luce del fatto che, come confermato dal *RiskMetrics Group*, oltre il 60% delle spiegazioni fornite dalla società non risultano sufficienti ad una adeguata e completa informazione<sup>635</sup>. Di qui, la paventata possibilità di applicare sanzioni formali, pur tuttavia respinta

---

attention to their governance regimes, and the reports explaining these regimes, if shareholders were more engaged as regards governance and risk management. This paper suggests that setting up an internet-based review and rating facility would be a way to facilitate shareholder engagement. Assuming that shareholders have an interest in good quality governance and risk management regimes, this would help to make it easier for institutional investors and for those who ultimately enjoy the benefits and bear the loss of share ownership to engage with companies», a 30 s.).

<sup>630</sup> V. MAGNIER, *Harmonization Process for Effective Corporate Governance in the European Union: From a Historical Perspective to Future Prospects*, cit.

<sup>631</sup> P.L. DAVIES et al., *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'*, 22 luglio 2011, consultabile all'indirizzo ec.europa.eu, a 20.

<sup>632</sup> Per un collegamento con lo *Stewardship Code*, v. G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 25 e nota 134 («In other words, this regulatory intervention will make it easier for investors to actively engage in monitoring their investee companies, as envisaged by the Stewardship Code, enabling them to raise issues and concerns more easily»), ove l'A. richiama anche le considerazioni di E. MICHELER, *op. cit.*

<sup>633</sup> Si osserva tuttavia come non siano state precisate le *modalità* con cui la Commissione debba assolvere detta funzione.

<sup>634</sup> C. ROSE, *Firm Performance and Comply or Explain Disclosure in Corporate Governance*, in *Eur. Mgmt. J.*, 2016, vol. 34, n. 3, 202 ss.

<sup>635</sup> RISKMETRICS GROUP, *Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the member states*, cit.

da più parti, in quanto potrebbe minare la natura volontaria del codice medesimo<sup>636</sup>. Le spiegazioni costituiscono in realtà uno dei principali oggetti di discussione per il Consiglio di amministrazione, nonché per eventuali discussioni tra azionisti. Le autorità di regolamentazione dovrebbero dunque limitare le proprie ingerenze ed i propri controlli circa l'esistenza della dichiarazione.

Ne discende che il *comply or explain* potrebbe funzionare meglio se i poteri di controllo fossero affidati a *market-wide monitors*, evitando però di imporre sanzioni vere e proprie, la cui quantificazione sarebbe non immediata<sup>637</sup>.

Alla domanda se sia opportuno che un regolatore venga incaricato di sovrintendere al *comply or explain*, non c'è ad oggi risposta precisa. Non vi sono evidenze che l'introduzione di un regolatore che compia dette funzioni possa effettivamente condurre ad un miglioramento dei risultati economici; in ogni caso sarebbe possibile realizzare un più proficuo dialogo tra investitori e organismo di regolamentazione, avente anche funzioni di *monitoring*. Dalle considerazioni riportate e dagli studi empirici condotti<sup>638</sup>, appare dunque chiaro come il ricorso alla motivazione dovrebbe essere maggiore, anche considerato che il *compulsory approach* non è, per parte sua, scevro da debolezze. Anzitutto, in tal modo, lungi dall'essere abbandonato, il *box ticking approach* verrebbe sinanco rafforzato, dal momento che le società esiterebbero ad aderire allo spirito delle disposizioni, interessandosi unicamente alle norme di legge, a un *compliance-focused information framework*<sup>639</sup>.

La Commissione Europea sembra intenzionata a mantenere un approccio del tipo *comply or explain*, affinandone però il calibro delle spiegazioni<sup>640</sup> e non escludendo la possibilità che determinati requisiti (non ancora identificati) vengano rafforzati da specifiche disposizioni legislative. Dopotutto, il passaggio da *hard law* a *soft law*, più volte verificatosi nel contesto italiano e non solo, è pressoché inevitabile.

---

<sup>636</sup> P.L. DAVIES, K.J. HOPT, G. FERRARINI, A. PIETRANCOSTA, R. SKOG, S. SOLTYSINSKI, J.W. WINTER, E. WYMEERSCH, *op. loc. cit.*

<sup>637</sup> A.R. KEAY, *op. cit.*, nota 167-168.

<sup>638</sup> P. INWINKL, M. WALLMAN, S. JOSEFSSON, *op. cit.*

<sup>639</sup> K. SERGAKIS, *op. cit.*, 416 s. («It is believed that under a compulsory framework, companies would hesitate to adhere to the spirit of the rule and that they would be solely interested in following the strict letter of the criteria in terms of compliance. This situation would risk discouraging companies from disclosing valuable information to investors beyond the strict requirements of the legal rule since the priority would not be the attractiveness of the corporate profile but mere compliance with the rules») e nota 58, ove l'A. richiama alle analisi condotte da M. MOORE, *op. loc. cit.*; M. POWER, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford, 2007, 153.

<sup>640</sup> L'intenzione è ulteriormente rinforzata dalla posizione del *Financial Reporting Council* inglese, v. N. HUBER, *FRC to consider tougher "comply or explain" guidelines*, in *Acct. Age Online Ed.*, 2012.

*The investment horizon of the ultimate source of most equity capital  
—human beings who must give their money to institutional investors  
to save for retirement and college for their kids—is long.  
— Leo E. Strine jr.*

## **4.2. ... agli investitori istituzionali.**

### **4.2.1. Ragioni dell'interesse.**

Per quanto riguarda la *ownership*, preme rilevare come il mutato contesto operativo, in cui un ruolo primario è ricoperto dagli investitori istituzionali, importi sommamente anche rispetto alle riflessioni in tema di *governance* e di autodisciplina. Di seguito le ragioni.

A ormai ottantacinque anni dalla pubblicazione del volume di Berle e Means, appare evidente come la *public corporation* statunitense<sup>641</sup> sia completamente dominata dal *management*, incaricato della gestione sociale<sup>642</sup>, anziché dai veri e propri proprietari<sup>643</sup>. Di qui, la *vexata quaestio*<sup>644</sup> della separazione tra proprietà e controllo, della c.d. *agency theory*<sup>645</sup>, che coinvolge società ad azionariato diffuso<sup>646</sup>, nonché quella della passività degli azionisti rispetto alle decisioni sociali di maggiore rilievo<sup>647</sup>. Secondo la visione tradizionale, infatti, gli azionisti non sono affatto

<sup>641</sup> Per considerazioni sulla nascita delle *corporations* americane, non dovuta alla crescente necessità di capitale, contrariamente a quanto ritenuto da taluni, cfr. M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, in *Columbia Law Rev.*, 1991, vol. 91, n. 1, 65, cui si rinvia anche per una ricostruzione del pensiero di Berle e Means, a 12-16, e U. TOMBARI, *Diritto azionario, corporate governance ed "analisi economica del diritto": verso il ridimensionamento di una egemonia culturale*, cit., 389 e in *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, tomo I, *Impresa e società*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, Giuffrè, Milano, 2015, 719 ss.

<sup>642</sup> V. anche S.M. BAINBRIDGE, *Shareholder Activism and Institutional Investors*, *UCLA School of Law, Law-Econ. Research Paper No. 05-20*, settembre 2005.

<sup>643</sup> «[t]he property owner who invests in a modern corporation so far surrenders his wealth to those in control of the corporation that he has exchanged the position of independent owner for one in which he may become merely recipient of the wages of capital... [Such owners] have surrendered the right that the corporation should be operated in their sole interest».

<sup>644</sup> R.J. GILSON, C.K. WHITEHEAD, *Deconstructing equity: public ownership, agency costs, and complete capital markets*, in *Columbia Law Rev.*, 2008, vol. 108, n. 1, 231 ss., ove gli A. rinviano a M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *op. cit.*, primo scritto ad occuparsi diffusamente della questione.

<sup>645</sup> «Agency costs include the costs of structuring, monitoring, and bonding a set of contracts among agents with conflicting interests», R.J. GILSON, C.K. WHITEHEAD, *op. cit.*

<sup>646</sup> La dibattuta questione è oggetto, ad esempio, del contributo dottrinale di E.F. FAMA, M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *J. Law Econ.*, 1983, vol. 26, n. 2, 301 ss., 304.

<sup>647</sup> B.S. BLACK, J.C. COFFEE jr, *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, in *Mich. Law Rev.*, 1994, vol. 92, n. 7, 1997 ss., a 1999 e, di recente, I.R. APPEL, T.A. GORMLEY, D.B. KEIM, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, NBER Working Paper Series, 26 settembre 2016, presentato in occasione della conferenza sul tema of *Institutional Investors and Corporate Governance* tenutasi presso la *Swedish House of Finance* di Stoccolma il 9-10 giugno 2017 (ove si prova che «the growth of passive investors facilitates activism by lowering the costs associated with certain activism tactics and by increasing the activists' likelihood of success. Over the 2008-2014 period we find that higher passive ownership is associated with greater success by activists in obtaining board representation, removing takeover defenses, and facilitating the sale of a targeted company. We find no evidence, however, that passive ownership is related to activist efforts to affect policies, such as changes to payout policy or capital structure, which some passive institutions

incentivati a supervisionare il lavoro del *management* a causa dell'azionariato disperso di cui si è detto. Infatti, esso comporta un interesse economico irrisorio nella singola società, essendo il ritorno che gli investitori<sup>648</sup> deriverebbero da un efficace *monitoring* decisamente meno rilevante rispetto ai costi a tal fine impiegati<sup>649</sup>. Peraltro, se unita ai comportamenti dei *free riders*, la loro condotta attiva non condurrebbe comunque a rafforzare il *monitoring* delle società in modo determinante<sup>650</sup>. Rispetto ai problemi di cui si è detto, taluni autori hanno espresso la loro fiducia nell'efficace funzionamento del mercato onde minimizzare detti costi<sup>651</sup>, tal altri hanno ritenuto che il coinvolgimento crescente dei tradizionali investitori istituzionali (come fondi pensione) nel mercato dei capitali<sup>652</sup> avrebbe sicuramente ridotto detti costi<sup>653</sup>.

---

associate with shorter-term goals that do not necessarily improve long-term value. We also show that the likelihood of activists initiating a proxy fight is significantly higher when passive ownership of the stock is higher. Because proxy fights are generally seen as a more expensive form of activism, our findings suggest an increased willingness by activists to pursue more expensive tactics when passive ownership is higher. We find no evidence, however, that higher passive ownership increases the likelihood of an activist campaign or a shift in the type of firms targeted by activists, suggesting these are not the primary mechanism by which passive ownership affects activists' strategic choices. », a 28 s.).

<sup>648</sup> E. BARUCCI, *op. cit.*, 72. L'A. riporta come «si verific[hi] empiricamente che gli investitori istituzionali predilig[ano] aziende dalla buona *governance* (limitato disallineamento tra *cash flow* e *voting rights* dell'azionista di controllo, modesto premio per il controllo) e dalla struttura proprietaria non concentrata, la relazione è particolarmente significativa nel caso di investitori istituzionali stranieri» (nota 62), richiamando M. GIANNETTI, A. SIMONOV, *Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices*, in *J. Fin.*, 2006, vol. 61, n. 3, 1507 ss.; K. LINS, F. WARNOCK, *Corporate governance and the shareholder base*, *IDEAS Work. Pap. Ser. RePEc*, 2004; M. DAHLQUIST *et al.*, *Corporate Governance and the Home Bias*, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 2003, vol. 38, n. 1, 87 ss.; R. AGGARWAL, N.R. PRABHALA, M. PURI, *Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence*, in *J. Fin.*, 2002, vol. 57, n. 3, 1421 ss.; M. DAHLQUIST, G. ROBERTSSON, *Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics*, in *J. Fin. Econ.*, 2001, vol. 59, n. 3, 413 ss.

<sup>649</sup> B.S. BLACK, *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Mich. Law Rev.*, 1990, vol. 89, n. 3, 520 ss.; C. GULINELLO, *The retail-investor vote: mobilizing rationally apathetic shareholders to preserve or challenge the board's presumption of authority*, in *Utah Law Rev.*, 2010, vol. 54, n. 3, 547 ss.

<sup>650</sup> L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, vol. 93, n. 3, 675-732, 715.

<sup>651</sup> Detta teoria, sicuramente valida negli anni Ottanta, anni in cui è stata formulata (H.G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *J. Polit. Econ.*, 1965, vol. 73, n. 4, 110 ss., 112; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harvard Law Rev.*, 1981, vol. 94, n. 6, 1161-1204, 116), ha tuttavia subito una significativa perdita di importanza dopo che le corti del Delaware hanno permesso l'utilizzo combinato di *poison pills* e *staggered boards*, L.A. BEBCHUK, A. COHEN, *The Costs of Entrenched Boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2005, vol. 78, n. 2, 409 ss., a 410; L.A. BEBCHUK, J.C. COATES, G. SUBRAMANIAN, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, in *Stanford Law Rev.*, 2002, vol. 54, n. 5, 887 ss., 889.

<sup>652</sup> Il coinvolgimento degli investitori istituzionali rappresenta elemento di interesse globale, non solo italiano. Ad esso sono infatti dedicati molteplici studi, richiamati nel corso della trattazione per il loro rilievo rispetto ai punti sollevati. V., B.W. HEINMAN jr., S.M. DAVIS, *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? Key Descriptive and Prescriptive Questions About Shareholders' Role in U.S. Public Equity Markets*, ottobre 2011, consultabile all'indirizzo [web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235\\_CED\\_WEB.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235_CED_WEB.pdf): «[o]ver the last twenty years, institutional investors have owned an increasing share of public equity markets—more than 70 percent of the largest 1,000 companies in the United States in 2009, for example. Over the past two years, in response to failures of some boards of directors and business leaders, shareholders, including institutional investors, have been given increased powers to participate in – or have disclosures about – discrete spheres of governance in publicly held corporations. Moreover, during this same period, and in multiple jurisdictions, there have been increasing calls from both the public and private sectors for institutional investors to play a broad “stewardship” role by “engaging” with investee companies to “help achieve long-term sustainable value” and to help curb excessive risk taking seen as a factor in the financial crisis» (corsivi aggiunti),

A titolo meramente introduttivo, pare strumentale, in relazione alle considerazioni che seguiranno, individuare il *proprium* degli *hedge funds*, tanto importante quanto complesso. Da un canto, la SEC americana si è così espressa: «any private fund having any one of three common characteristics of a hedge fund; (a) a performance fee that takes into account market value (instead of only realized gains); (b) high leverage; or (c) short selling»<sup>654</sup>; dall'altro, la direttiva europea di riferimento (2011/61/EU, *Alternative Investment Fund Managers Directive*, AIFMD) ha definito gli AIFs come «collective investment undertakings, including investment compartments thereof, which: (i) raise capital from a number of investors, with a view to investing it in accordance with a defined investment policy for the benefit of those investors; and (ii) do not require authorisation pursuant to Article 5 of Directive 2009/65/EC». Il mondo degli *hedge funds* non è dunque squisitamente statunitense, ma vari sono i modelli di attivismo a livello mondiale e all'interno degli Stati Uniti<sup>655</sup>.

Tra essi<sup>656</sup>, risultano oggetto di particolare attenzione ai fini del presente lavoro, in quanto maggiormente incisivi rispetto alla *governance* della società *target*, i c.d. *activist hedge funds*: entità di investimento organizzate da privati; gestite da professionisti che generalmente ricoprono incarichi di *general partner* ed hanno al proprio interno un membro coinvolto nelle attività del fondo stesso e che riceve un compenso per questo; in cui gli investimenti degli *assets* e dei fondi rimangono bloccati per almeno sei mesi; non disponibili al pubblico, ma solo ad un numero ristretto di investitori specializzati<sup>657 658</sup>.

---

a 4.

<sup>653</sup> B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA Law Rev.*, 1992, vol. 39, n. 4, 811 ss.; R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *Reinventing the outside Director: an Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Rev.*, 1991, vol. 43, n. 4, 863 ss.

<sup>654</sup> CFTC & SEC, *Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading-Advisors on Form PF*, Release No. LA-3308, File No. S7-05-11 (RIN 3235-AK92), 22-23.

<sup>655</sup> Cfr. M.D. HARTMANN, *Shareholder activism: benefits and drawbacks*, *Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*; Bd. 43, PL Academic Research, Frankfurt am Main-New York, 2014, spec. 5-18; M. BECHT *et al.*, *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2010, vol. 23, n. 3, 3093 ss.; O. AMAO, K. AMAESI, *Galvanising Shareholder Activism: a Prerequisite for Effective Corporate Governance and Accountability in Nigeria*, in *J. Bus. Ethics*, 2008, vol. 82, n. 1, 119 ss.; K. ANDERSON *et al.*, *Union Shareholder Activism in the Context of Declining Labour Law Protection: four Australian case studies*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 1, 45 ss.; T.A. KRUSE, *Minority Expropriation and Shareholder Activism Following Olivetti's Hostile Takeover of Telecom Italia*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 2, 133 ss.; W.W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, in *Georgetown Law J.*, 2007, vol. 95, n. 5, 1375 ss.; T. BRIGGS, *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis*, in *J. Corp. Law*, 2007, vol. 32, n. 4, 681 ss. e 725 ss.

<sup>656</sup> Sottolineano detto rapporto insieme-sottoinsieme, A.A. BERLE, *The Modern Corporation and Private Property*, cit., 1932, a 68.

<sup>657</sup> D. KATELOUZOU, *Myths and Realities of Hedge Fund Activism: some Empirical Evidence*, in *Va. Law Bus. Rev.*, 2013, vol. 7, n. 3, 459 ss., a 469. V. anche A. RIVIERE, *The Future of Hedge Fund Regulation: a Comparative Approach*, in *Richmond J. Glob. Law Bus.*, 2011, vol. 10, n. 3, 263 ss. e 289 s. e F. PARTNOY, R. THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, in *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, a cura di Y. Fuchita e R.E. Litan., Brookings Institution Press, Washington, D.C. - Nomura Institute of Capital Markets Research, Giappone, 2007, 101, 115, ove tuttavia non si richiede la presenza di un periodo di *lock-up* semestrale.

<sup>658</sup> Taluni autori hanno persino *differenziato* il loro attivismo – funzionale alla riduzione della c.d. *managerial myopia* (B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, cit., 865)– in: (i) “gentle” e “aggressive”, a seconda delle strategie utilizzate (D. KATELOUZOU, cit., a 489 s.); (ii) “offensive” e “defensive”, sulla base del fatto che l'azionista “attivista” detenga un numero notevole di azioni nella società anche prima di poter

In ragione (i) del costante aumento di attivismo degli azionisti<sup>659</sup> – e, in particolare, degli investitori istituzionali, il cui “fiato sul collo” rappresenta ormai una non trascurabile realtà<sup>660</sup> –, (ii) del fatto che persino le società controllate da un unico socio sono oggetto di interesse da parte degli *hedge funds*<sup>661</sup>, e (iii) del fatto che tale attivismo costituisce una redditizia attività di investimento, negli ultimi anni il ruolo della *governance* dei fondi nelle società statunitensi ad azionariato disperso è divenuto uno dei temi maggiormente dibattuti a livello accademico<sup>662</sup>.

I sostenitori di tale orientamento<sup>663</sup> ritengono che le campagne di attivisti portino alla riduzione dei costi di agenzia di gestione degli azionisti e alla non corretta gestione delle risorse

---

essere formalmente considerato tale, ovvero acquisisca quella posizione con l'intenzione di porre in essere strategie di massimizzazione dei profitti.

<sup>659</sup> È palese, infatti, come «le iniziative legislative, regolamentari e autodisciplinari a livello internazionale, comunitario e domestico stiano tutte convergendo verso un rafforzamento dello *shareholders' activism*», A. SACCO GINEVRI, *Verso lo “staggered board” nelle banche e nelle società quotate italiane*, Convegno annuale dell'Associazione “Orizzonti del diritto commerciale”. “L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi”, Relazione tenuta in Roma il 26-27 febbraio 2016 (nota 13, da cui si cita); ID., *Why Staggering Italian Banks's Boards in a World of Destaggering?*, in *Riv. triv. dir. econ.*, 2016, I, 49 ss.

La definizione di “*activist investor*”, nella sua più ampia accezione, ricomprende gli azionisti insoddisfatti della gestione, che adottano una serie di iniziative quali la semplice vendita delle azioni o il lancio di un'operazione volta al cambiamento del controllo (per tutti, S. GILLAN, L. STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *J. App. Corp. Fin.*, 2007, vol. 19, n. 1, 55 s.), ovvero, nella sua più ristretta accezione, è limitata ad indicare gli azionisti che, anziché vendere le proprie azioni, adottano iniziative strumentali al cambiamento della politica societaria (per tutti, D.M. GALLAGHER, *Activism, Short-Termism, and the SEC*, 2015).

L'attivismo «rappresenta l'esplicazione di una *posizione individuale*, costituita dall'esercizio di un diritto – ad esempio, la presentazione di candidature per la nomina di componenti dell'organo amministrativo o la raccolta di deleghe per l'esercizio del voto in senso contrario a proposte del *board* o in senso favorevole a proposte dell'attivista – o di un potere negoziale nei confronti del *management*, attribuito dalla titolarità di una quota rilevante e quindi dal tipico potere negoziale proprio degli azionisti di un certo peso e dotati di visibilità mediatica», così A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 ss.

<sup>660</sup> L'espressione è da attribuire a P. MARCHETTI, *Introduzione ai lavori della sessione pomeridiana*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, cit., 63 ss.

<sup>661</sup> K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, in *Indiana Law J.*, 2015, vol. 90, n. 3, 1131 ss., ove l'A., rilevato che gli *hedge funds* hanno assunto il ruolo di “critical players in the corporate governance arena”, ha sottolineato come una attenzione marginale sia stata però dedicata al loro ruolo nelle società controllate, a dispetto del reale numero di investitori istituzionali legati a società controllate tramite molteplici canali. Utilizzando dati empirici ed esempi recenti, l'A. conclude offrendo suggerimenti al legislatore ed agli investitori istituzionali per aumentare il coinvolgimento di questi ultimi, come pure per garantire agli investitori non legati al socio di controllo il diritto di eleggere amministratori di minoranza. Cfr. J.R. MACEY, *Corporate Governance: Promises Kept, Promises Broken*, Oxford University Press, Oxford, 2008, spec. a 241; F. PARTNOY, R. THOMAS, *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, in *New Financial Instruments and Institutions: Opportunity and Policy Challenges*, a cura di Y. Fuchita e R.E. Litan, 2007, 101 ss. e R.J. GILSON, J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. Law Rev.*, 2013, vol. 113, n. 4, 863 ss., spec. 897.

<sup>662</sup> M. LIPTON, *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum*, 2 giugno 2015. Per una sintesi delle posizioni espresse circa gli effetti positivi e negativi dell'attivismo, v. Y. NILI, *Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors*, in *U. Penn. J. Bus. Law*, 2016, vol. 18, n. 2, 511 ss., spec. 520 ss.

<sup>663</sup> Non vi è talora piena realizzazione per una serie di ragioni, quali: comunicazione tardiva della convocazione dell'assemblea, assenza o tardiva diffusione di informazioni sufficienti sui temi da dibattere, accorpamento di più argomenti dell'ordine del giorno soggetti al voto, vincoli procedurali o tecnici alla presentazione delle liste, soglia di possesso azionario per la presentazione di liste di candidati di amministratori o sindaci.

societarie<sup>664</sup>. Gli avversari sostengono, invece, che l'attività sia afflitta da una visione di breve periodo e distrugga gli azionisti e il valore della società nel lungo periodo<sup>665</sup>. I risultati dei *test* dimostrano che l'attivismo degli *hedge funds*, definiti come nuovi *player, leader* e persino "sceriffi" endoconsiliari<sup>666</sup>, negli Stati Uniti (i) riduce i costi di agenzia associati a investimenti *short-term*; (ii) migliora la *performance* operativa *long-term*<sup>667</sup> e produce un impatto significativo sul valore delle azioni e sui profitti<sup>668</sup>, nonostante lo sviluppo dell'attivismo degli *shareholders* e la valutazione generalmente positiva dei commentatori rispetto ad essi. A dispetto dei diversi, talora opposti studi, circa gli effetti dell'attivismo, Karpoff evidenzia come i cambiamenti nella *governance* tendano a considerarlo un mezzo di successo per aumentare i risultati della società, mentre Gillan e Stark sostengono il venir meno dell'impatto positivo di detti fondi in una prospettiva di lungo periodo<sup>669</sup>.

Nell'indagare le ragioni per cui l'attivismo degli azionisti istituzionali non migliori il valore aziendale, Black sostiene che gli investitori istituzionali, anche in ragione degli *agency costs* interni e della limitata competenza istituzionale<sup>670</sup>, non sono particolarmente attivi nelle dinamiche del governo societario, non conducono *proxy fights* e non mirano ad eleggere i propri candidati all'interno del Consiglio di amministrazione; mentre Romano adduce quale spiegazione più plausibile il discreto spazio che, su larga scala, l'attivismo ha guadagnato<sup>671</sup>.

---

<sup>664</sup> L.A. BEBCHUK, *The myth that insulating boards serves long-term value*, in *Columbia Law Rev.*, 2013, vol. 113, n. 6, 1637-1694, 1676-1681; M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2007, vol. 155, n. 5, 1021 ss., 1022.

<sup>665</sup> L. STRINE jr, *Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law*, in *Columbia Law Rev.*, 2014, vol. 114, n. 2, 449 ss.; M. LIPTON, *Important Questions about Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum*, 9 marzo 2013; M. LIPTON, *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*, in *Harvard Law School Forum*, 26 febbraio 2013.

<sup>666</sup> Le espressioni sono tratte, nell'ordine, la prima da M. KAHAN, E. ROCK, *Embattled CEOs*, *cit.*, spec. paragrafo III.B., e E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Georgetown Law J.*, 1991, vol. 79, n. 3, 445 ss., la seconda e la terza da A. MURRAY, *Hedge Funds Are New Sheriffs of Boardroom*, in *Wall Street J.*, 14 dicembre 2005, a 42. A confermare il loro ruolo, la posizione espressa da M. Lipton, E.M. Roth, M. Wolinsky, J.R. Cammaker, M. Gordon: WATCHELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Be Prepared for Attacks by Hedge Funds*, in *Law Firm Memo*, 21 dicembre 2005.

<sup>667</sup> L.A. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *Columbia Law Rev.*, 2015, vol. 115, n. 5, 1085 ss. A dimostrazione dell'interesse per detta prospettiva, anche la recente elaborazione – nel febbraio 2017 – del c.d. *Framework for US Stewardship and Governance*.

<sup>668</sup> Cfr. J.M. KARPOFF, *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, Working Paper, University of Washington*, 2001; B.S. BLACK, *Shareholder Activism and Corporate Governance in the U.S.*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, 1998, 459 ss.); R. ROMANO, *Less is More: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, in *Yale J. Reg.*, 2001, vol. 18, n. 2, 174 ss.; S.L. GILLAN, L.T. STARKS, *op. loc. cit.*

<sup>669</sup> S. GILLAN, L. STARKS, *op. loc. cit.*

<sup>670</sup> Analizzano le differenti tipologie di problemi di agenzia: L.A. BEBCHUK, A. COHEN, S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *J. Econ. Perspectives*, 2017, vol. 31, n. 3, 89 ss.

<sup>671</sup> Molte proposte si sono infatti focalizzate sulla riforma della composizione e della struttura del *Board*, nonché sulla limitazione della remunerazione degli amministratori esecutivi, sebbene gli studi empirici condotti, rispetto a tali riforme, costantemente indichino che essi non apportano miglioramenti alle *performance rebus sic stantibus*. Al contrario, come suggerito dall'A. (R. ROMANO, *op. loc. cit.*), gli investitori istituzionali dovrebbero attuare maggiori controlli interni e monitorare i programmi di governo societario, reindirizzando le risorse spese in tale contesto e massimizzando il valore derivabile da esse.

L'attività di questi ultimi è sicuramente articolata e, per lo più, essi prendono di mira aziende “in declino”, ne analizzano questioni strategiche, operative, finanziarie, e spesso (nei due terzi dei casi) hanno successo. Il mercato reagisce favorevolmente al loro intervento in termini di *performance*<sup>672</sup>, e al contempo le società *target* risultano di successo in termini di raggiungimento dei loro obiettivi iniziali e riducono i propri costi di ricerca e sviluppo<sup>673</sup>. Inoltre, contrariamente a quanto accade con riferimento ai fondi mutualistici e ai fondi pensione, gli *hedge funds* riescono ad influenzare sia i Consigli di amministrazione sia il *management*, in quanto spesso si avvalgono dell'aiuto di *manager* fortemente incentivati, esperti nell'amministrare capitali di ingenti dimensioni, privi di conflitti di interessi con le società medesime e capaci di far uso sia di leve che di derivati. In sintesi, gestori di *hedge funds* sono collocati in posizioni migliori al fine di agire in modo informato rispetto agli altri investitori istituzionali.

#### **4.2.2. Influenza rispetto alle questioni di *governance*.**

L'esperienza degli investitori all'interno dei fondi, il loro grado di sofisticazione e il loro potere economico li hanno dunque resi particolarmente interessanti anche sotto il profilo della *governance*, tanto da indurre a considerarli una categoria fortemente evoluta rispetto alle origini<sup>674</sup>, particolarissima, più vicina al Consiglio di amministrazione rispetto all'azionista medio<sup>675</sup>, maggiormente capace di influire nelle strategie societarie e di prendere decisioni cruciali a livello di *business*<sup>676</sup>. Una categoria che, in ragione della propria peculiare posizione, risulta essere correlata alle funzioni di supervisione, in quanto unico gruppo di “osservatori” disponibile<sup>677</sup>. Queste valutazioni inducono dunque ad affermare come – dato che «[i]n general terms, the hedge fund industry apparently is here to stay»<sup>678</sup> e dato il loro stile amichevole, il loro approccio costruttivo e il rilievo dei benefici di cui sono stati forieri negli anni passati<sup>679</sup> – il loro coinvolgimento nel governo delle società sia possibile, auspicabile, persino necessario<sup>680</sup>. Un coinvolgimento che risulterebbe peraltro più semplice, chiaro ed immediato laddove la

<sup>672</sup> A. BRAV *et al.*, *op. cit.*

<sup>673</sup> N. BOYSON, R. MOORADIAN, *Corporate governance and hedge fund activism*, in *Rev. Deriv. Res.*, 2011, vol. 14, n. 2, 169 ss.

<sup>674</sup> Si ripropone dunque, anche in questo contesto, la questione della evoluzione che il profilo degli azionisti ha subito dalla Seconda guerra mondiale ad oggi, v. J.B. JACOBS, *The Eugene P. and Delia S. Murphy Conference on Corporate Law: does the New Corporate Shareholder Profile Call for a new Corporate Law Paradigm?*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2012/2013, vol. 18, n. 1, 19 ss.: («[The] current [...] profile has eclipsed the model that came into existence after World War II. A new reality has evolved that differs profoundly from what existed before. Yet – and the critical fact is – that outdated portrait is still the model that continues to underlie out corporate fiduciary law jurisprudence», a 25).

<sup>675</sup> Rileva, in tal senso, un quesito posto dell'*Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia*, *cit.*, 2015, circa un opportuno inserimento all'interno dei comitati (ove previsti) di un rappresentante eletto da investitori istituzionali e, precisamente, ove l'inserimento risulti più opportuno nel Comitato per il controllo e i rischi, per le remunerazioni, per le nomine, per la *governance*, per gli investimenti o per la sostenibilità.

<sup>676</sup> G.W. DENT, *The essential unity of shareholders and the myth of investor short-termism*, in *Del. J. Corp. Law*, 2010, vol. 35, n. 1, 97–150, 133–134.

<sup>677</sup> B.S. BLACK, *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, *cit.*, 812.

<sup>678</sup> B.R. CHEFFINS, J. ARMOUR, *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, in *J. Corp. Law*, 2011, vol. 37, n. 2, 51 ss., a 97.

<sup>679</sup> K. BURGESS, *op. cit.*; S. FOLEY, *Activist hedge fund managers get board welcome*, in *Financial Times*, 2013.

<sup>680</sup> M. KAHAN, E. ROCK, *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, *cit.*

regolamentazione degli stessi fosse condivisa rispetto ad entrambe le sponde dell'Atlantico<sup>681</sup>. Un coinvolgimento, tuttavia, non scevro da problematiche importanti, tra le quali è opportuno richiamare il fatto che l'attivismo:

- i) aumenta la volatilità del prezzo delle azioni nel lungo periodo<sup>682</sup>: sebbene i dati empirici abbiano dimostrato come il periodo medio, in cui le azioni vengono detenute dai fondi, è pari a trentuno mesi<sup>683</sup>, lo spettro dello *short-termism* non è ancora stato allontanato completamente da essi<sup>684</sup>;
- ii) comporta una nomina di consiglieri di amministrazione per periodi di tempo troppo lunghi, ovvero troppo anziani, incapaci di aggiornarsi in modo frequente rispetto a sviluppi industriali e tecnologici: sebbene questo dato non sia facilmente dimostrabile<sup>685</sup>, dubbi ulteriori emergono alla luce del fatto che alcuni amministratori, non certo di primo pelo, quali Carl Icahn e Nelson Pelz, abbiano provato le loro innegabili capacità, nonostante l'età anagrafica;
- iii) possa condurre ad uno sfruttamento della tempistica offerta per ragioni di *disclosure* – affinché questa sia chiara e completa, specifica e rapida – per altre ragioni vantaggiosa<sup>686</sup>, così compiendo alleanze strategiche e danneggiando la società con strumenti quali l'*empty voting*<sup>687</sup>;
- iv) possa portare gli *activist investors* ad esercitare il proprio potere sugli *assets* altrui, apportare cambiamenti – talora radicali – rispetto alle azioni, senza nemmeno detenere *fiduciary duties* e, di conseguenza, obblighi per i risultati non conseguiti<sup>688</sup>;
- v) richiede, in ultima istanza e alla luce dei casi verificatisi nel Delaware<sup>689</sup>, estrema e costante attenzione da parte degli amministratori, chiamati ad assumere i panni degli attivisti<sup>690</sup>, a essere preparati ad eventuali attacchi, a monitorare costantemente le loro azioni e a organizzare

---

<sup>681</sup> A. RIVIERE, *op. loc. cit.*; P.M. JONNA, *In Search of Market Discipline: the Case for Indirect Hedge Fund Regulation*, in *San Diego Law Rev.*, 2008, vol. 45, n. 4, 989 ss., 1016.

<sup>682</sup> J.C. COFFEE jr, D. PALIA, *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521*, 2015, in *J. Corporation Law*, 2016, vol. 41, n. 3, 545 ss.

<sup>683</sup> W.W. BRATTON, *Hedge Funds and Governance Targets*, *cit.*

<sup>684</sup> K.A. ALCES, *The Equity Trustee (Shareholder Role in Corporate Governance)*, in *Ariz. State Law J.*, 2010, vol. 42, n. 3, 717 ss., a 724.

<sup>685</sup> B. LEV, *How to Win Investors over: they Want Information - lots of it. The Case for Telling Wall Street more. (The Big Idea)*, in *Harr. Bus. Rev.*, 2011, vol. 89, n. 11, 52.

<sup>686</sup> D. BENOIT, *Congress Asked to Act on Activist Investor Disclosures; Groups urge lawmakers to shorten window for disclosing activist positions*, in *Wall Street J. (Online)*, 15 aprile 2015; S. PULLIAM *et al.*, *First Look: Activist Investors Leak Their Plans to a Favored Few*, in *Wall Street J.*, 27 marzo 2014, a A.1.

<sup>687</sup> H.T.C. HU, *Financial innovation and governance mechanisms: the evolution of decoupling and transparency*, in *Bus. Law.*, 2015, vol. 70, n. 2, 375 ss.; M. MITTERMEIER, *Empty Voting: Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*. Schriften zum europäischen und internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht; Bd. 46, De Gruyter, Berlino, 2014.

<sup>688</sup> N.R. RODRIGUEZ, *Kahn v. M&F Worldwide Corp.: risking too much on ab initio conditions*, in *J. Bus. Technol. Law*, 2015, vol. 10, n. 1, 112 ss.; *Corporate law - mergers and acquisitions - Delaware Supreme Court endorses business judgment review for going-private mergers with dual procedural protections. (Case note)*, in *Harvard Law Rev.*, 2015, vol. 128, n. 6, 1818; *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971), in *Law Q. Rev.*, 1986, vol. 102, 551.

<sup>689</sup> Per tutti, v. *Third Point LLC v. Ruprecht*, No. 9469-VCP, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014).

<sup>690</sup> R. CHARAN, M. USEEM, D. CAREY, *Your Board Should Think Like Activists*, in *Harvard Business Rev.*, 9 febbraio 2015, consultabile all'indirizzo [hbr.org/2015/02/your-board-should-be-full-of-activists](http://hbr.org/2015/02/your-board-should-be-full-of-activists).

rapidamente una risposta, ove necessaria. Gli azionisti sono spesso paragonati a veri e propri lupi,<sup>691</sup> la cui forza è però arginabile, prestando al problema la dovuta attenzione<sup>692</sup>.

Alla luce di quanto affermato, alcuni autori si sono interrogati sul fatto che gli investitori istituzionali siano parte del problema o della soluzione rispetto alle questioni di *governance*<sup>693</sup>.

Un recente studio condotto dalla Commissione per lo Sviluppo Economico, dal *Millstein Center for Corporate Governance and Performance at the Yale School of Management* e dall'Istituto Aspen ha considerato se gli investitori istituzionali possano diventare o meno efficaci amministratori di società partecipate quotate, e in che modo questo ruolo di «*stewardship*» si differenzi rispetto a quello del Consiglio di amministrazione nel ruolo di sovrintendere alla direzione di aziende. La delicatezza della questione è confermata anche dalla crisi finanziaria, contesto in cui è emerso con evidenza come un sistema finanziario efficace e di successo richieda la vigile presenza dei partecipanti al mercato, al fine di evitare abusi<sup>694</sup>. Al contempo, l'aspirazione a detto ruolo di gestione deriva anche dal desiderio di esprimere pienamente le funzioni e le responsabilità degli azionisti – desiderio incarnato, in parte, da recenti iniziative politiche, quali le riforme dell'inglese *Stewardship Code* e dello statunitense *Dodd-Frank Act* –. Ovviamente, detto ruolo di gestione, stante la complessità delle decisioni aziendali e le difficoltà che gli amministratori stessi debbono affrontare nella supervisione dei diversi fattori di *business*, presenta molteplici sfumature.

---

<sup>691</sup> L.E. STRINE jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *Yale Law J.*, 2017, vol. 126, n. 6, 1870 e J.R. MACEY, *Their Bark is Bigger than their Bite: an Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in *Yale Law J. Forum*, 2017, vol. 126, 526 ss.

<sup>692</sup> Y.T.F. WONG, *Wolves at the Door: A Closer Look at Hedge Fund Activism*. *Columbia Business School Research Paper No. 16-11*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2721413](http://ssrn.com/abstract=2721413).

2016; C.X.W. LU, *Unpacking Wolf Packs*, in *Yale Law J.*, 2016, vol. 125, n. 3, 1 ss.

<sup>693</sup> V. anche B.W. HEINEMAN jr., *A Stewardship Code for Institutional Investors*, 2010, ove si legge: «[b]roadly speaking, there are those who believe that short-term institutional shareholders – with concern about making their own quarterly or annual numbers, with opaque governance and improper incentives for fund-managers – are part of the problem, and that they have been one of the causes of short-sighted, risk-indifferent behavior by financial institutions. On the other hand, there are those who believe that longer-term institutional shareholders are part of the solution – that increased shareholder involvement in governance, not just through exercise of market power, is essential to creation of sustainable, long-term corporate value, and to holding boards of directors and senior business leaders accountable. Such shareholder proponents advocate regulation or voluntary corporate action on key issues like “say on pay” or “proxy access”» (corsivi aggiunti).

<sup>694</sup> In argomento, si sottolinea che gli investitori istituzionali intendono agire come *stewards* e sono guidati da interessi che presentano la medesima direzione, anziché interessi propri, B.W. HEINEMAN jr, S.M. DAVIS, *Institutional Investors: The Next Frontier in Corporate Governance*, in *Harvard Law School Forum*, 7 ottobre 2011 e B.W. HEINEMAN jr, S.M. DAVIS, *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution?*, *cit.*

*The market, like the Lord, helps those who help themselves.  
But, unlike the Lord, the market does not forgive those who know not what they do.  
— Warren Buffett*

### 4.2.3. Codici di Stewardship.

Agli investitori istituzionali ed al loro comportamento è dedicato un codice specialissimo<sup>695</sup>, lo *Stewardship Code*, curato dalla *Institutional Shareholders' Committee*, pubblicato per la prima volta nel luglio 2010<sup>696</sup>, adottato poi in modo formale dal *Financial Reporting Council*.

Applicato anch'esso su base volontaria, avvalendosi del medesimo meccanismo di *comply or explain*<sup>697</sup>, il documento mira a realizzare «un canale di comunicazione costante tra azionisti e amministratori nella forma di “purposeful dialogue with companies”»<sup>698</sup> e richiede agli investitori di dichiarare pubblicamente le proprie *policies*, le linee guida che intendono rispettare al fine di proteggere ed incrementare il valore per gli azionisti; di condurre un efficace *monitoring*; di agire collettivamente con gli altri investitori; di riportare con cadenza regolare informazioni inerenti alla loro gestione e alle attività di voto<sup>699</sup>. Si tratta di un testo rivisto ad appena due anni dalla sua pubblicazione<sup>700</sup> con l'intento di aggiornare la definizione e lo scopo del concetto di *stewardship*, come pure di apportare variazioni al concetto di *disclosure* nei confronti dei clienti e di introdurre ulteriori indicazioni-guida rispetto alle questioni oggetto di *monitoring* da parte delle società, supportato da altri documenti a livello nazionale ed europeo<sup>701</sup>, che tuttavia si focalizza sulla

---

<sup>695</sup> Ne coglie le peculiarità S. DAVIS, *Stewardship in Principle & Practice*, Intervento tenuto in occasione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, 1 dicembre 2016.

<sup>696</sup> Si è trattato, pare opportuno rammentare, di una c.d. “difficult birth for shareholder guidance”, come riferito in B. MASTERS, K. BURGESS, *Investors Raise Fears on “Stewardship Code”*, in *Financial Times*, 2010. Cfr. M. MCKERSIE, *The Stewardship Code and the Pattern of Engagement by Institutional Shareholders with Listed Companies*, in *Cap. Mark. Law J.*, 2010, vol. 5, n. 4, 439 ss.

<sup>697</sup> V. UK *Stewardship Code*, a 4 e K. BURGESS, *op. cit.* («The [FRC], which oversees the UK's voluntary codes on governance of companies and shareholders, has set out its bluntest defence yet of the UK principle of “comply or explain”, and its determination to protect shareholders and companies from rigid statutory requirements. “Comply or explain” sits at the heart of the UK's revised corporate governance code and the new Stewardship Code, which was introduced last year and governs investors' obligations as owners of companies»). Del principio si trova traccia anche nel codice di *stewardship* giapponese, e, in particolare, nei punti 10-12 del codice stesso: approach instead of a rule-based approach; a principles-based approach in this context expects», a 3 s.

<sup>698</sup> C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, in corso di pubblicazione, a 13 del manoscritto e nota 42, ove ampia è la trattazione relativa ai dialoghi tra amministratori ed azionisti, con particolare riguardo anche alle evoluzioni della autodisciplina, a 12 ss.

<sup>699</sup> B.W. HEINEMAN jr, *op. loc. cit.*

Per alcune analisi empiriche del documento, si rinvia a S.C.Y. WONG, *Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?*, in *Butterworths J. Int'l Bank. & Fin. Law*, 2015, 508 ss.; in *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 15-16*.

<sup>700</sup> Il documento tiene conto anche delle considerazioni espresse in B.R. CHEFFINS, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, *cit.*, 1004 ss., nonché dei riflessi pratici subiti, cfr. D. ARSALIDOU, *Shareholders and Corporate Scrutiny: the Role of the UK Stewardship Code*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2012, vol. 9, n. 3, 342 ss.; A. SMITH, *Stewardship Code garners fresh support*, in *Financial Times*, 2011; A. RIVIERE, *op. loc. cit.*

<sup>701</sup> Una convergenza europea tra i vari codici era già stata auspicata dal direttore esecutivo del *forum* in tema di *corporate governance* olandese nel 2010 (R. SULLIVAN, *UK seen as model for stewardship guidelines*, in *Financial Times*, 2010).

prospettiva interna, sulle questioni di efficace gestione dei fondi stessi, senza valutarne la loro interazione con gli organi sociali “tradizionali”.

Ad esso si affiancano principi di secondo livello, raccomandazioni recentemente approvate da Assogestioni, a completamento dei principi stessi, atte e a tenere conto delle specificità della realtà italiana. Essi assicurano che, nel corso dell'attività di *stewardship*, le società di gestione abbiano una politica documentata e trasparente nei confronti dei propri investitori nell'*engagement*, nell'interazione e nel dialogo con le società, nel monitoraggio, nella realizzazione di quelle attività che erano già oggetto del protocollo di autonomia delle società di gestione, nella gestione dei conflitti delle SGR e delle informazioni privilegiate. I principi si applicano indipendentemente dalle attività di gestione svolte e, in particolare, riconducono il meccanismo del voto di lista, di cui si dirà successivamente, proprio all'attività di *engagement*. Suscettibili di revisione e di implementazione ulteriore, detti principi costituiscono spunto essenziale e primario per l'attività degli emittenti, finalizzato ad una convergenza tra la loro visione e quella degli investitori.

A livello internazionale, assolvono pari funzione:

- *Stewardship Framework for Institutional Investors* (Stati Uniti, 2017);
- *Principles for Responsible Institutional Investors* (Giappone, 2017 e 2014);
- *Principi Italiani di Stewardship* o *Italian Stewardship Code* (Italia, 2016 e 2013)<sup>702</sup>;
- *Danish Stewardship Code* (Danimarca, 2016);
- *Principles on the Stewardship Responsibilities of Institutional Investors* (Corea del Sud, 2016);
- *Stewardship Principles for Institutional Investors* (Taiwan, 2016);
- *Stewardship Principles For Responsible Investors* (Singapore, 2016);
- *ICGN Global Governance Principles* (ICGN, 2016);
- *Malaysian Code for Institutional Investors* (Malesia, giugno 2014);
- *ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds* (Lussemburgo, giugno 2013);
- *Ethos, Guidelines for institutional investors governing the exercising of participation rights in public limited companies* (Svizzera, 2013);
- *EFAMA, Code for External Governance* (Europa, 2011);
- *Best Practices for Engaged Ownership* (Olanda, 2011);
- *Association Francaise de la Gestion Financière* (Francia, 2011);
- *Code for Responsible Investing in South Africa* (Sud Africa, 2011);
- *Active ownership and transparency in private equity funds: Guidelines for responsible ownership and good corporate governance* (Danimarca, 2008);

---

<sup>702</sup> Detti principi, ispirati all'EFAMA *Code for External Governance*, approvato dall'*European Fund and Asset Management Association*, cui partecipa anche Assogestioni, definiscono le *best practices* applicabili ogniqualvolta una Società di gestione intenda confrontarsi con gli emittenti quotati partecipati, indipendentemente dalla capitalizzazione di mercato. Essi attengono principalmente a: strategia e *performance* di un emittente quotato partecipato; questioni ordinarie di corporate governance, quali costituzione, elezione, successioni e remunerazione del consiglio di amministrazione; approccio alla responsabilità sociale d'impresa e gestione dei rischi.

- *Audit Committee, Corporate Governance-Kodex für Asset Management-Gesellschaften* (Germania, 2005);
- *Canadian Coalition for Good Governance - Governance Monitoring, Voting and Shareholder Engagement* (Canada, 2005 e 2010);
- *Investment and Financial Services Association – Corporate Governance: A Guide for Fund Managers and Corporations* (Australia, 2002).

Lo *UK Stewardship Code* presenta, a ben vedere, il numero più alto di peculiarità e caratteri distintivi, in quanto raccomanda specificamente di: (i) comunicare alle società partecipate l'intenzione di astenersi dalla votazione assembleare o di esprimere voto contrario, indicando le relative motivazioni; (ii) pubblicare un rendiconto sull'esercizio del voto nelle assemblee delle società partecipate; (iii) adottare e pubblicare una politica sul monitoraggio e la gestione dei conflitti di interesse e (iv) fornire periodicamente ai clienti informativa sull'esercizio delle *stewardship activities*. Rispetto all'ultimo punto l'EFAMA raccomanda tali informazioni siano precisate su richiesta dei clienti, mentre i Principi italiani non assumono una chiara posizione. Allo stesso modo, questi ultimi non contengono alcuna raccomandazione in merito alla trasparenza circa il ricorso o meno ai servizi dei *proxy advisors*.

#### **4.2.4. Investitori istituzionali, tra *stewardship* e autodisciplina.**

Sin qui la disciplina contenuta nei Codici di *Stewardship*<sup>703</sup>, che debbono però essere ripensati nel contesto dell'intera disciplina codicistica, regolamentare e di autodisciplina.

Essendosi l'attivismo degli investitori istituzionali affermato anche in Italia, il fenomeno merita considerazione nel (*rectius* declinazione rispetto al) nostro Paese in cui la struttura proprietaria presenta strutture piramidali e strutture che amplificano i costi di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza<sup>704</sup>. Tra le molteplici attività, a detti investitori è stata concessa la facoltà di compensare i poteri attribuiti al Consiglio di amministrazione e i poteri di voto significativi rispetto ad approvazione del bilancio e dei dividendi, nonché ad elezione dei revisori e politiche di remunerazione. Nonostante l'incrementata flessibilità, la prevalenza degli azionisti di controllo nelle società quotate italiane ha comportato la necessità di tutelare opportunamente le minoranze, ad esempio avvalendosi degli artt. 2367, 2377, 2379, 2393, 2408 c.c., 126-*bis* TUF, come pure del meccanismo del voto di lista<sup>705</sup>.

---

<sup>703</sup> «As is shown above, the SC is a weak code, at the heart of which lies an amorphous concept—that of stewardship—which has no definite form and which means different things to different players. Its boundaries are rather weak and, accordingly, it can be stretched and applied in variable ways. Ironically, but not unexpectedly, there are now, reportedly, teams of people (as with corporate social responsibility and compliance) whose entire role is to deal with [the Stewardship Code] and its application (The FRC has called for each supporting institution to name an individual who is the main contact in relation to stewardship matters. [...]), v. A. REISBERG, *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere?*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2015, vol. 15, n. 2, 217 ss., a 246.

<sup>704</sup> M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: an Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and its Evolution*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2013, vol. 10, n. 3, 328 ss., a 346.

<sup>705</sup> M. EREDE, *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure*, *cit.*, 356 s. («The total gross assets collected and managed by the Italian hedge funds have been steadily growing topping more than 30 billion Euros in February 2008 [...] According to a survey published by *Il Sole 24 Ore* (Italy's most prominent financial newspaper), the weight of the investments made by the nine major hedge funds and mutual funds doing

Appare dunque opportuno suggerire l'implementazione di una disciplina dedicata agli investitori istituzionali anche nel Codice di Autodisciplina<sup>706</sup>, dove le interazioni di cui si è detto potrebbero, a ragione, trovare spazio persino maggiore rispetto ai soli due riferimenti attualmente presenti, entrambi contenuti nel commento all'art. 9: «[i]l Comitato ritiene che sia nell'interesse degli emittenti instaurare un *dialogo continuativo con la generalità degli azionisti e, in particolare, con gli investitori istituzionali*, nel rispetto delle norme e procedure che disciplinano la divulgazione di informazioni privilegiate. [...] Il Comitato ritiene che *non rientri nella sua competenza prendere in considerazione i comportamenti degli investitori istituzionali*. Il Comitato, peraltro, è dell'opinione che il *riconoscimento da parte loro dell'importanza delle regole di governo societario contenute in questo Codice possa costituire elemento significativo ai fini di una più convinta e diffusa applicazione dei principi del Codice stesso da parte degli emittenti*»<sup>707</sup>.

Un loro coinvolgimento più marcato nella *governance* della società – rafforzato dalla considerazione del fenomeno in guisa di una vera e propria *best practice* nel Codice Preda, documento che ha permesso «alle società più aperte al mercato e con struttura proprietaria più equilibrata [e dunque, proprio alle società *target* rispetto agli investitori istituzionali] di dotarsi di una *governance* interna efficace»<sup>708</sup> – potrebbe però incrementarne il ruolo, nella speranza che anche i detentori di una quantità di azioni inferiore possano avere una migliore conoscenza del mercato e dunque trarre beneficio dalle economie di scala nel suggerire miglioramenti rispetto alle scelte economiche della società<sup>709</sup>. Di recente, il dibattito si è spostato dall'iniziale attenzione al fatto che la società debba o meno tendere alla massimizzazione degli interessi degli azionisti alla valutazione delle modalità più adatte con cui ottenere efficacemente detto risultato<sup>710</sup>. Ebbene, gli

---

activism in some Italian listed companies has significantly increased in 2007 reaching a total value of more than 2.2 billion euros – about \$3.5 billion – at the end of February 2008»).

<sup>706</sup> L'interesse per questi nuovi protagonisti del panorama societario è carattere peculiare e distintivo della disciplina stessa: «corporate governance is a complex story involving the actions and reactions not merely of the firm and its shareholders but of a variety of intermediaries and interest groups that have agendas of their own», M.D. CAIN *et al.*, *How Corporate Governance is Made: the Case of the Golden Leash*, in *Univ. Pa. Law Rev.*, 2016, vol. 164, n. 3, 649 ss. In detto contesto, è palese come il Codice di Autodisciplina, nel rispetto della propria natura, non debba prevedere una precisazione dei comportamenti che gli investitori istituzionali debbono tenere, non debba discutere del rapporto tra clienti e gestori del mondo, non debba influire sul loro comportamento, v. B. CAMPION, *Managers on alert to comply or explain*, in *Financial Times*, 4 luglio 2010. Il loro ruolo nella *governance* è, a ben vedere, tema ricorrente, come viene ribadito, in ottica diacronica, in L.A. CUNNINGHAM, *The Ivory Tower on corporate governance*, consultabile all'indirizzo [www.law.gwu.edu](http://www.law.gwu.edu).

<sup>707</sup> BORSA ITALIANA, *Codice di Autodisciplina per le società quotate* (corsivi aggiunti). Si sottolinea come il Comitato non ritenga di propria competenza l'analisi dei comportamenti degli investitori istituzionali, oggetto di trattazione separata nel contesto dei codici di *Stewardship*. Evidentemente, detta locuzione non deve ricomprendere le “interazioni” cui si è accennato in precedenza.

<sup>708</sup> E. BARUCCI, *op. cit.*, a 86.

<sup>709</sup> M.J. ROE, *A Political Theory of American Corporate Finance*, *cit.*; E. ROCK, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, *cit.*; M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *cit.*, 1021 ss.

<sup>710</sup> La massimizzazione del valore per gli azionisti costituisce obiettivo primario per Borsa Italiana sin dalla redazione dei principi in parola, «ritenendo che il perseguimento di tale obiettivo, in un orizzonte temporale non breve, possa innescare un circolo virtuoso, in termini di efficienza e di integrità aziendale, tale da ripercuotersi positivamente anche sugli altri *stakeholders* – quali i clienti, i creditori, i consumatori, i fornitori, i dipendenti, le comunità e l'ambiente – i cui interessi sono già tutelati nel nostro ordinamento», così R. ROSAPEPE, *Corretta amministrazione, codici di comportamento e informazione*, in *Riv. soc.*, 2008, 186. Nella letteratura statunitense, M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law. (Symposium: Team Production in Business Organizations)*, in *J. Corp. Law*, 1999, vol. 24, 751 ss. e, recentemente, O. HART, L. ZINGALES, *Companies*

investitori istituzionali ricoprono un ruolo positivo, in ragione del quale è opportuno agire sul piano tanto regolamentare quanto di autodisciplina, con l'intenzione di facilitarne lo sviluppo ed eliminarne i vincoli che possono derivare dagli assetti proprietari. Il loro apporto rispetto alla società concerne questioni di amplissimo respiro, che prescindono sia dalle specifiche strutture societarie sia dalle peculiarità nazionali<sup>711</sup>, fortemente relate alle variazioni del mercato<sup>712</sup>.

#### **4.2.5. Problemi e prospettive.**

Tra le possibili modifiche, il Codice potrebbe contemplare:

- la questione del c.d. voto di lista, proponendo una soluzione rispetto al paradosso che si potrebbe creare quando, come talora realmente accade, i fondi siano giunti a nominare la maggioranza dei consiglieri, così realizzando un "paradosso", un'influenza notevole o dominante sulle società<sup>713</sup>;
- la questione del c.d. *golden leasb*<sup>714</sup>, in cui gli amministratori delle società quotate vengono remunerati non soltanto dalla società, secondo le normali regole, ma anche dagli investitori istituzionali, attribuendo ad essi un ammontare ulteriore rispetto a quello già loro versato da parte della società medesima.

A ben vedere, gli argomenti di cui si è detto risultano convergere nella direzione dell'importanza attribuita alla rappresentazione di tutte le voci dei portatori di interessi all'interno del Consiglio di amministrazione, a garanzia di un efficace confronto per gli attivisti.

Mentre gli attivisti si differenziano per la loro struttura, per i loro obiettivi interni, la parte preponderante di ciascuno di essi è costituita dal ruolo che essi ricoprono nei Consigli di amministrazione delle società *target*. Invero, se ricoprire una o più cariche, non consente di ottenere il controllo del Consiglio tutto, ciò assicura che le idee e le prospettive che essi elaborano rispetto alla società vengano adeguatamente (*rectius*, equamente) rappresentate. E se, a volte, gli attivisti medesimi ottengono posti in seno al Consiglio; altre volte, essi nominano un

*Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, New Working Paper Series No. 12, luglio 2017.

<sup>711</sup> Cfr. A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *op. cit.*; F. PORTA, F. LOPEZ DE-SILANES, A. SHLEIFER, *Corporate Ownership Around the World*, in *J. Fin.*, 1999, vol. 54, 471 ss. *Contra*, H. SPAMANN, *The "Antidirector Rights Index" Revisited*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2010, vol. 23, 467 ss.

<sup>712</sup> «The markets have not remained passive to the crisis nor to the sudden flurry of regulatory actions. Market players (such as investment banks, hedge funds and private equity firms and industrial investors) are changing their practices in order to circumvent or adjust these regulatory changes. This ongoing dialogue between the macro global economy conditions and the actions of the different players acting in it – in particular legislators and private players – has led to what I describe as an ongoing "changing landscape of corporate governance" which mandates that the way we think about corporate governance must be modified», Y. NILI, *The Changing Landscape of Corporate Governance: Innovative Activist Players and the Need to Rethink Traditional Corporate Paradigms*, 2015.

L'idea è altresì proposta, seppur in diverso contesto, in M.J. ROE, *Three Ages of Bankruptcy*, aprile 2017: l'evoluzione non è data soltanto dalle spinte evolutive degli avvocati e dalle loro intenzioni di porre rimedio ad alcune situazioni, quanto piuttosto dai *market shifts*.

<sup>713</sup> M. VENTORUZZO, *Consigli di amministrazione a misura di fondi*, in *Lavoce*, 17 maggio 2016.

<sup>714</sup> L'espressione è per la prima volta riportata in J. MCFARLAND, *Jana's Agrium pay scheme draws fire*, in *The Globe and Mail*, 4 marzo 2014.

amministratore indipendente ed esperto, non connesso all'investitore mediante rapporti di indipendenza, pur condividendo con esso la medesima visione della società<sup>715</sup>.

Quanto alla questione del *golden leash*, essa appare particolarmente rilevante perché permette agli investitori istituzionali di incidere rispetto ad un argomento di primario rilievo, ledendo la parità tra gli amministratori, a prescindere dalla provenienza, dalle competenze e dalla durata del mandato, a propria volta strumentale a garantire la coesione tra i membri del Consiglio, a beneficio degli azionisti tutti<sup>716</sup>. A partire dal 2009, molteplici sono stati i tentativi da parte degli *hedge funds* di nominare candidati concludendo poi pagamenti ulteriori con essi<sup>717</sup>. A novembre 2014, la prima elezione di amministratori nominati da parte di un fondo e remunerati con quattro rate pari a 250.000 \$, in ragione dei positivi risultati ottenuti, ha tuttavia condotto ad alcune riflessioni<sup>718</sup>. Per un verso, alcuni autori hanno ritenuto detto comportamento "illegale"<sup>719</sup>, nonché foriero di incentivi errati, di frammentazione interna al Consiglio, di politiche eccessivamente limitate nel loro orizzonte temporale e di rischi troppo elevati<sup>720</sup>, in ragione del fatto che si genererebbero, tra gli altri: (i) disallineamenti tra gli interessi della società e gli incentivi economici dei suoi amministratori, che, a dispetto dell'assunzione di rischi non irrisonori, potrebbero persino sacrificare benefici di lungo periodo pur di ottenere un guadagno immediato; (ii) conflitti interni al Consiglio, creando di fatto uno iato tra i suoi componenti; (iii) incertezze

<sup>715</sup> Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.*, 523 s.

<sup>716</sup> Le uniche differenziazioni sono invero imputabili ad alcuni ruoli specifici, all'appartenenza a taluni comitati interni, nonché alla posizione del Presidente.

<sup>717</sup> La sequenza temporale volta a raggiungere detto obiettivo è oggetto di approfondita trattazione in M.D. CAIN *et al.*, *op. loc. cit.* (see, in particular, paragraph 2) e Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.* V. anche A.A. SCHWARTZ, *Financing Corporate Elections*, in *Iowa J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, vol. 4, 863 ss.; U. Colorado Law Legal Studies Research Paper No. 16-5.

<sup>718</sup> Ancor più di recente, tale fenomeno si è verificato nella società *General Motors* nel febbraio 2015, quando «the activists disclosed that their nominee, Harry Wilson, would “receive a percentage of the group’s profits from their investment in GM.” The Wilson golden leash was novel in that it consisted of separate contracts with each of the four hedge funds, and each contract had different terms. The GM contest was settled when GM agreed to buy back \$5 billion worth of stock and Wilson did not receive a board position. Nonetheless, the golden leash lives», CAIN *et al.*, *op. cit.*, a 678. L'interesse rispetto al tema non è tuttavia ancora sopito, come prova A.A. SCHWARTZ, *Financing Corporate Elections*, *cit.*

<sup>719</sup> M. BOURAS, M. GALLALI, *The Board of Directors and Executive Compensation in the Context of Crisis: A Comparative Study Between the United States and France*, in *Int'l J. Bus.*, 2016, vol. 21, n. 1, 68 ss.; A. ZOPPINI, G. DIELE, *Sulla remunerazione spettante agli amministratori indipendenti incaricati di prendere parte alle trattative ai sensi della disciplina delle operazioni con parti correlate (parere pro veritate)*, in *Riv. not.*, 2015, 933 ss.; S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, aspettative*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss.; A.M. BENTIVEGNA, *op. loc. cit.*; G. CUTILLO, *Corporate Governance e sistemi di remunerazione degli amministratori*, in *Harv. Bus. Rev. Ed. Ital.*, 2014, 104 s.; M. MILIC, *La remunerazione degli amministratori in Europa: l'intervento del legislatore tedesco*, in *Riv. Bancaria*, 2012, 7 ss.; A. NIGRO, *La remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti delle banche*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2013, vol. 27, 11 ss.; C. DI NOIA, V. LANFRANCHI, S. SAINO, *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. Bancaria*, 2011, 57 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per “sanare” le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 341 ss.; K.M. BROWN, *op. loc. cit.*

<sup>720</sup> Cfr. M. LIPTON, *ISS Addresses Dissident Director Compensation Bylaw*, in *Harvard Law School Forum*, 21 novembre 2013; J.C. COFFEE jr, *The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications*, *cit.*; S.M. BAINBRIDGE, *Can corporate directors take third party pay from hedge funds?*, 2013; D. BENOIT, *Provident Financial Directors Re-Elected, Despite Criticism; Stance Against Outside Pay for Directors Had Drawn Flak*, in *Wall Street J. (Online)*, 27 novembre 2013.

sulla effettiva indipendenza di alcuni tra essi<sup>721</sup>. Per altro verso, altri autori hanno inteso contrastare la visione rosea circa la struttura del Consiglio e l'effettiva indipendenza dei consiglieri, argomentando in senso differente rispetto: (i) alla differenza tra la prospettiva di breve e di lungo periodo, in quanto, costituendo questo gruppo la minoranza del Consiglio, affinché operi il meccanismo di cui sopra è comunque necessario un allineamento da parte degli altri amministratori, come pure la prova della reale conflittualità tra le politiche *long- e short-term*<sup>722</sup>; (ii) ai conflitti interni al Consiglio, in quanto tale modalità di retribuzione permette anche di incentivare le società che si caratterizzano per una *performance* non brillante – e nelle quali non infrequentemente gli investitori istituzionali impiegano il proprio denaro<sup>723</sup> – come pure appianare gli interessi finanziari tra gli amministratori di recente nomina e quelli il cui incarico dura da tempo; (iii) all'indipendenza, in quanto, pur ammettendo l'esistenza di un rapporto di “dipendenza”, sia essa comportamentale o razionale, tale correlazione non è provata<sup>724</sup>.

Ne deriva, dunque, quantomeno nel panorama statunitense, un approccio più sfumato, capace di bilanciare gli aspetti positivi e negativi che tali accordi sulle remunerazioni potrebbero generare<sup>725</sup>. Non solo: anche sotto un profilo empirico, gli studi compiuti hanno mitigato le valutazioni, dapprima marcatamente contrarie a detta tecnica.<sup>726</sup> Ancora una volta si è provato che «the truth is somewhere in the middle»<sup>727</sup>.

Quanto alla questione della durata del mandato dei singoli consiglieri di amministrazione, in alcuni casi le linee guida hanno fissato precise restrizioni temporali (ad esempio, in Italia, Francia

<sup>721</sup> Per tutti, M. LIPTON *et al.*, *Bylaw Protection against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes*, *Shareholder Activism Update*, 9 maggio 2013.

Quanto al fenomeno dello “iato” interno al *Board*, cfr. J.F. OLSON, M.T. ADAMS, *Composing a Balanced and Effective Board to Meet New Governance Mandates*, in *Bus. Law.*, vol. 59, n. 2, 2004, 421 ss., a 445 s.; J.D. WESTPAHL, E.J. ZAJAC, *Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity and the Diffusion of Board Independence in U.S. Corporations*, in *Admin. Sci. Q.*, 1997, vol. 42, n. 1, 161 ss., 163 s. Naturalmente, detta riflessione presuppone che tutti i Consigli siano caratterizzati da un notevole livello di coesione, considerazione questa lontana dal rappresentare la realtà dei fatti (Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.*, 560).

Quanto al fenomeno dell'indipendenza, la questione appare delicata in presenza di un azionista di controllo, circostanza che necessita in modo particolare della presenza di un indipendente, in quanto l'azionista di controllo tenderebbe a remunerare soprattutto i *manager*, al fine di massimizzare i propri benefici privati (K. KASTIEL, *Executive Compensation in Controlled Companies*, *cit.*, a 1144).

<sup>722</sup> Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.*, 565-567.

<sup>723</sup> «The activism landscape in 2015 continues to evolve. While activists *traditionally* focused on small and *significantly underperforming* companies, many of them today are also targeting larger issuers that are *not necessarily* poor performers. Campaigns also appear to be experiencing greater success [...]», così anche M.J. LO WHITE, *A Few Observations on Shareholders in 2015*, 19 marzo 2015.

<sup>724</sup> Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.*, 551 s. e nota 128.

<sup>725</sup> Y. NILI, *Servants of Two Masters?*, *cit.*, 574.

<sup>726</sup> «Our core finding is that share prices of firms facing activist intervention reacted positively to events that make golden leashes more available and negatively to events that make golden leashes less available. Moreover, we found that this governance innovation did not affect every firm in an identical manner. Only the share prices of those firms most likely to be subject to activist attention experienced statistically significant share price reactions», così M.D. CAIN *et al.*, *op. cit.* (and, in particular, see paragraph 3).

<sup>727</sup> L'opinione è attribuibile a Robert Jackson, professore associato presso la Columbia Law School, riportata in D. BENOIT, J. LUBLIN, *A Hot Debate: Should Activists Pay Directors?*, in *Wall Street J.*, 27 novembre 2013, a 26.

e Regno Unito), utili a preservare l'indipendenza dei consiglieri<sup>728</sup>; in altri è prevalsa<sup>729</sup> l'opportunità di una continuità operativa interna al Consiglio e di tutela della esperienza maturata<sup>730</sup> (così negli Stati Uniti)<sup>731</sup>.

---

<sup>728</sup> «Most countries adopt a comply-or-explain approach to regulating tenure recommending a maximum tenure for a corporate director between nine and twelve years», così S. BONINI, J. DENG, M. FERRARI, K. JOHN, *On Long-Tenured Independent Directors*, 2017, a 3 (corsivo aggiunto).

<sup>729</sup> «Time may be running out for senior statesmen on U.S. corporate boards. [...] Joining with activist investors, such critics say veteran board members often can't keep up with rapid changes in business. Companies insist that *deeply experienced board members contribute valuable insights in turbulent times. But the new push means more boards will face pressure to find fresh blood and send some highly tenured members packing.* State Street Global Advisors [...] recently embraced a policy that takes a skeptical view of boards with average tenure above nine years. [...] Vanguard Group Inc. soon will raise tough questions with companies whose boards have “significantly above-average tenure”», J.S. LUBLIN, *Careers: Boards' longtimers face pressure to move on – asset managers, activists urge companies to find fresh blood; monster beverage and orbital sciences buck the trend*, in *Wall Street J.*, 24 dicembre 2014 (corsivo aggiunto).

Rispetto a detta puntualizzazione, si è sottolineato come un consiglio di amministrazione realmente efficace debba presentare una prospettiva tanto a breve quanto a lungo termine, «to ensure that fresh perspectives are provided and that experience, continuity and stability exist on the board» (*California State Teachers' Retirement System Corporate Governance Principles*, aprile 2015).

Parimenti, non è stato dimostrato che eventuali limiti temporali costituiscano davvero la panacea di tutti i problemi: «term and age limits, as they have been typically applied, may not be the solutions, because they force the arbitrary retirement of valuable directors.» (ISS, *Institutional Investors and Trends in Board Refreshment*, Boston, 2017).

<sup>730</sup> «While a 2014 survey by ISS found that 74 percent of investor respondents indicated that long director tenure is problematic and 63 percent indicated that lengthy director tenure can diminish a director's ability to serve as an independent steward, these concerns have not been fully translated to voting policies and standards.», Y. NILI, *The 'New Insiders': Rethinking Independent Directors' Tenure*, in *Hastings Law J.*, 2016, vol. 67, n. 6, 97 ss. In dottrina, già J. BACON, K. BROWN, *Corporate directorship practices: Role, selection and legal status of the board*, Conference Board, New York, 1973; B. BUCHANAN, *Building organizational commitment: The socialization of managers in work organizations*, in *Admin. Sci. Q.*, 1974, vol. 19, 533 ss.; S. VANCE, *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*, Mc-GrawHill, New York, 1983; R.D. KOSNIK, *A Study of Board Performance in Corporate Governance*, in *Admin. Sci. Q.*, 1987, vol. 32, 163 ss.; I.F. KESNER, *Directors' Characteristics and Committee Membership: an Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender*, in *Acad. Mgmt. J.*, 1988, vol. 31, n. 1, 66 ss.; J.D. WESTPHAL, P. KHANNA, *Keeping Directors in Line: Social Distancing as a Control Mechanism in the Corporate Elite*, in *Admin. Sci. Q.*, 2003, vol. 48, n. 3, 361 ss. e, da ultimi, S. BONINI *et al.*, *op. cit.* («long tenure (LT director) is beneficial to the company and translates into superior performance, a lower risk of outside litigation, and higher information acquisition and disclosure. We believe that long tenures allow directors to acquire and retain information about the company, information new or recently appointed outside directors may fail to obtain. [...] [C]urrently there are no limits to tenure length, and therefore results are unaffected by exogenous changes. Our findings show a strong and significant quadratic relationship between the tenure of the longest-serving director and firm performance measured by Tobin's Q. Jointly testing the main variable and the average tenure of the independent board members clearly indicates that any effect attributable to the average board is fully absorbed by the longest-serving director. [...] Our results are suggestive of a critical and overlooked role played by LT directors that explains their surprisingly large presence across firms., a 36 s.»). *Contra*, sottolineano gli effetti negativi di un incarico dalla durata eccessivamente protratta, R. KATZ, *Project communication and performance: An investigation into the effects of group longevity*, in *Admin. Sci. Q.*, 1992, vol. 27, 81 ss.; M. LIPTON, Y.W. LORSCH, *A modest proposal for improved corporate governance*, in *Bus. Lawyer*, 1992, vol. 48, 59 ss.; C. FRACASSI, G. TATE, *External networking and internal firm governance*, in *J. Fin.*, 2012, vol. 67, 153 ss. Bilanciata, invece, la posizione di N. VAPEAS, *Length of board tenure and outside director independence*, in *J. Bus. Fin. Acct.*, 2012, vol. 30, 1043 ss.

<sup>731</sup> «In the United States however, where explicit limits are absent, a recent survey by GMI Ratings, the leading independent provider of global corporate governance and research, shows that 24% of independent directors in Russel 3,000 firms have continuously served in the same firm for fifteen years or more. In support of the view that the

Porre mente a ciascuna delle ipotesi delineate, monitorare l'evoluzione della prassi in ciascuna delle direzioni possibili, declinare la realtà statunitense rispetto alle peculiari caratteristiche della penisola al fine di suggerire una *best practice* predominante risulterà quindi obiettivo essenziale nel prossimo futuro.

Le tematiche di cui si è detto, di provata attualità<sup>732</sup>, potranno costituire opportuno elemento di riflessione sia nel Codice di Autodisciplina – in passato peraltro già attento a ciascuna di queste singole questioni – sia, auspicabilmente (come spesso accaduto a seguito di un riconoscimento della portata del tema nel Codice di Autodisciplina), nell'ordinamento nazionale<sup>733</sup>.

---

effectiveness of one independent director is also the result of a *long build-up process*, William George, a Harvard Business School professor and independent director, stated: «When directors are truly independent of the companies they serve, they generally *lack the [...] knowledge about the industry or business [...]*. [O]f the nine boards I served on as an independent director I had industry-specific knowledge in exactly none of them.» (S. BONINI *et al.*, *op. cit.*, a 3 e nota 2. Da ultimo, particolarmente stringente al riguardo è la valutazione di BlackRock rispetto ai requisiti di indipendenza, ad esempio, segnalando quali “*common impediments to independence*” l’aver intrattenuto un rapporto di lavoro con la società (o sua controllata) negli ultimi cinque anni, l’aver fondato la società, l’aver intessuto con essa o con i suoi *senior executives* relazioni commerciali o professionali (BLACKROCK, *Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities*, febbraio 2018, 2).

<sup>732</sup> Cfr. R. PROFUSEK, L. THOMAS, L. GANSKE, *Debate About “Golden Leash” Payments To Director Nominees Continues*, in *Mondaq Business Briefing*, 11 gennaio 2016 (ove gli AA. riportano l'interesse del Nasdaq per il dibattito in corso: «[it] is expected to propose new rules requiring disclosure of any compensation arrangements with individuals who serve as dissident director candidates. We applaud Nasdaq’s efforts to put sunlight on this so that shareholders can make an informed decision as to whether these compensation arrangements will harm boardroom dynamics and whether an activist's director candidates will be financially incentivized to the preferences of a single constituency through separate compensation»); S. D’SOUZA, “*Golden Leash*” Arrangements Secure ISS’s Cautious Nod. (Third Point LLC), in *Mondaq Business Briefing*, 29 aprile 2015; S. TEEBI, *ISS Pulls The “Golden Leash”, But Has It Gone Too Far?* (International Shareholder Services), in *Mondaq Business Briefing*, 3 febbraio 2014; ID., *By-Laws Counteracting “Golden Leash” Arrangements: ISS Speaks*. (Institutional Shareholder Services), in *Mondaq Business Briefing*, 20 gennaio 2014; D. BENOIT, J. LUBLIN, *op. loc. cit.*

<sup>733</sup> «When we look back, we can see how the Code has been instrumental in effecting change. [...] Often the Code has moved practice faster than law could ever have done. In some areas the Code has driven innovation [...], and can use aspirational language to drive change [...]. The prize is a healthy capital market, in which companies are responsive to the needs of the shareholders who provide their capital and hold it for the longer term», S. HOGG, Chairman of the FRC, *Foreword*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, *cit.*, 4 s.

*Today, our very survival depends on our ability to stay awake,  
to adjust to new ideas, to remain vigilant and to face the challenge of change.*  
— Martin Luther King jr.

*Covenants, without the sword, are but words and of no strength to secure a man at all.*  
— Thomas Hobbes

*What a curious power words have.*  
— Tadeusz Borowski

## 5. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: TRA *COMPLY OR EXPLAIN* ED *ENFORCEMENT*, A TUTELA DI MINORANZE E INVESTITORI ISTITUZIONALI.

Più di un secolo fa, Roscoe Pound ha tratteggiato una distinzione che merita di essere ricordata anche in questo contesto: distinzione tra *law in books* e *law in action*<sup>734</sup>, tra l'adesione per iscritto a principi non vincolanti ed il vero e proprio *enforcement*, una bipartizione che dunque si ripropone ancora oggi nel contesto *de quo*.

Compiendo una valutazione di sistema appare chiaro come nel contesto del diritto societario statunitense, nonostante le note esperienze e le citate disposizioni – dal carattere vincolante<sup>735</sup> – contenenti un richiamo al *comply or explain*, si sia lontani da una vera e propria *self-regulation*, nella convinzione che soltanto validi meccanismi di *enforcement* possano rimediare a situazioni finanziarie negative, raggiungere un efficace sviluppo del mercato dei capitali<sup>736</sup> e proteggere integralmente i diritti degli investitori, sì da coinvolgerli realmente nel governo societario<sup>737</sup>.

Sebbene non possa sottacersi la “debolezza” in punto di *enforcement* che “l'autodisciplina rec[a] con sé, almeno in Italia”<sup>738</sup>, si ritiene che anche attraverso l'autodisciplina sia possibile creare un meccanismo efficace, capace di cogliere vantaggi e incentivi, di minimizzare i costi e, al contempo, di incoraggiare la *compliance*. Se, infatti, per un canto, è chiaro come il sistema di

<sup>734</sup> R. POUND, *Law in Books and Law in Action*, in *American Law Rev.*, 1910, vol. 44, 118 ss.

<sup>735</sup> «The most recent cycle of US corporate governance reform [...] both through Sarbanes-Oxley and the recent New York Stock Exchange and Nasdaq rules, are mandatory, especially with respect to board composition and committee structure», in R.J. GILSON, C.J. MILHAUPT, *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, in *Am. J. Comp. Law*, 2005, vol. 53, n. 2, 343 ss.

<sup>736</sup> R. LA PORTA *et al.*, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 3, 1131 ss., a 1149.

<sup>737</sup> Peraltro «[e]ffective stewardship should include engagement about culture and encourage better reporting. Investors should challenge themselves about the behaviours they are encouraging in companies and to reflect on their own culture», così FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, *cit.*

<sup>738</sup> L'espressione si deve a R. LENER, *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, *cit.*, a 11 («non può sottacersi come l'autodisciplina rechi con sé, almeno in Italia, un difetto genetico: è assente o debole in punto di *enforcement*. Questa assenza, o debolezza, mette in luce il vero nodo problematico dell'individuazione di una *corporate governance* buona per tutti gli ordinamenti, quello della responsabilità degli amministratori (e dei controllori, se diversi dai primi).»).

*enforcement* rappresenti una valida scelta di *policy*, tutelando questioni di primario interesse statale<sup>739</sup>, incrementando lo sviluppo economico delle realtà che lo adottano<sup>740</sup>, risolvendo questioni di credibilità e costringendo alla trasparenza circa notizie sia positive sia negative<sup>741</sup>; per altro canto, la diffusione geografica dell'autodisciplina potrebbe incoraggiarne l'utilizzo, dimostrando l'opportunità di avvalersi della stessa. Non solo, come accaduto in Italia, anche negli Stati Uniti si è più volte preferito trattare tematiche di interesse sociale<sup>742</sup> e introdurre novità normative tramite *voluntary norms*, traslandone il contenuto essenziale in *mandatory norms* in un secondo momento<sup>743</sup>.

---

<sup>739</sup> «The assumption is that mandatory law is a means to achieve the goal directly because market participants will be compelled to comply with the law, not wishing to face the regulatory penalties of non compliance. Mandatory laws with penalties thus act as a deterrent», A. ANAND, *An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley*, cit., 238. Al contempo, la medesima A. rileva come, in tal caso, comunque «compliance is not guaranteed, since firms may not be motivated by fear of penalties for noncompliance», a 244.

<sup>740</sup> «Tough enforcement is essential for a strong securities market because it ensures that wrongdoers are punished and are forced to forfeit any benefits obtained by violations. Perhaps even more importantly, it deters future violations. It is particularly important to ensure that individuals, who violate the law, including CEOs, are held responsible», così in COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION, *Interim Report 11*, 30 novembre 2006, ove si sottolinea anche la difficoltà di bilanciare correttamente le modalità di *enforcement*, in una situazione di costante tensione tra *over* ed *under enforcement*.

<sup>741</sup> «The market mechanism is not sufficient, in and of itself, to encourage compliance with a voluntary code of corporate governance practices. Unless disclosure is mandatory, firms will have a bias to disclose only positive information—the credibility problem discussed above. In addition, mandatory disclosure ensures transparency, creating a level playing field among investors in terms of the information they have about the firm's governance practices. Thus, low compliance combined with the credibility problem constitutes a major drawback of an enabling system», così A. ANAND, *An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley*, cit., 249.

<sup>742</sup> M. KHANNA, L.A. DAMON, *EPA Voluntary 33/50 Program: Impact on Toxic Releases and Economic Performance of Firms*, in *J. Envtl. Econ. & MGMT*, 1999, vol. 37, n. 1, 2.

<sup>743</sup> J.W. MAXWELL et al., *Self-Regulation and Social Welfare: The Political Economy of Corporate*, in *J. Law & Econ.*, 2000, vol. 43, 583 ss., a 613; N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità “amministrativa”, Codici di autodisciplina)*, cit., ove l'A. definisce “aggancio con il diritto statale” quel processo che permette al singolo codice (o a talune norme di esso) di trovare riconoscimento nell'ordinamento statale; G. BOSI, *op. cit.*, 158 s., ove l'A. parla di «transito delle regole dall'alveo dell'autoregolazione a quello della regolazione dal punto di vista specifico dei termini in cui si riverbera l'efficacia del codice, profilo che risalta se si focalizzano alcune novità strutturali introdotte» (corsivo aggiunto).

È però opportuno precisare come talune *best practices* non siano idonee alla trasposizione nell'ordinamento normativo, una volta collaudate, come precisa G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina*, cit.: «[esse] devono rimanere tali, perché la flessibilità e l'adattabilità alle diverse situazioni rappresentano il presupposto per la loro reale (e non solo formale) applicazione. Si pensi alle raccomandazioni in tema di informativa pre-consiliare e consiliare, di valutazione dell'indipendenza degli amministratori, di istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio. Ingabbiar[le] in disposizioni di natura cogente rischierebbe di incentivarne un'applicazione meramente formalistica, a discapito della realizzazione del risultato perseguito, che è quello di garantire l'efficiente funzionamento dell'organo amministrativo. Altri principi [...] si prestano maggiormente ad essere cristallizzati in disposizioni di legge e/o regolamentari. È il caso delle regole in tema di ripartizione dei compiti tra le diverse categorie di amministratori [...]. In altri casi la tendenza del legislatore a recepire istituti tipici dell'autodisciplina ha avuto esiti meno felici. Mi riferisco, in particolare, all'art. 147-ter del TUF [...] che ha introdotto l'obbligo per le società quotate di avere nel proprio organo amministrativo almeno un componente indipendente (o almeno due nei collegi di maggiori dimensioni)», a 14. Evidentemente, i due piani, quello dell'autodisciplina e quello normativo, necessitano di una integrazione armonica, di un coordinamento, di un operare concertato in cui l'autoregolamentazione possa ritagliarsi uno

D'altronde, rispondere a richieste di *disclosure* emerse in sede di autodisciplina significherebbe attrarre investitori potenzialmente interessati, essendo chiaro come essi tengano in massima considerazione le informazioni risultanti dalle prassi di governo societario, soprattutto qualora le *performance* della società non si distinguano a livello quantitativo<sup>744</sup>. In detta circostanza, una pronta risposta alle istanze di trasparenza costituirebbe lo strumento migliore attraverso il quale le società possono mantenere la propria competitività sul mercato<sup>745</sup>.

Quanto asserito pare persino più rilevante nel lungo periodo<sup>746</sup>: di certo, quando un numero sempre maggiore di società si sarà conformato alle volontarie(!) prassi, ai meccanismi di mercato automatico e autonomo, senza costrizione alcuna<sup>747</sup>, esse non saranno più percepite come tali. Al contrario verranno lette dai più in guisa di vere e proprie *norme*.

Anche in ragione della competizione e delle pressioni di cui si è detto, le società sono fortemente incentivate ad adottare meccanismi di *governance* pur in assenza di espresse richieste in tal senso. A provarlo ulteriormente, muovendo da *report* aneddotici<sup>748</sup>, è uno studio condotto sulle società canadesi, secondo il quale «firms are predisposed to voluntarily adopt corporate governance mechanisms even in the absence of any legal requirement to do so. As a result, voluntary guidelines for corporate governance may be an effective way to encourage firms to adopt additional governance practices that they may be already predisposed to implement. We argue that this predisposition in other words the incentives for voluntary adoption are not uniform across all firms. In this section we formalize our hypotheses related to an increasing trend in voluntary adoption and elaborate on the precise firm characteristics that may make this adoption more or less likely»<sup>749</sup>.

A tutti gli effetti, il Codice mira a far comprendere i comportamenti da assumere, prima ancora di imporli, nella convinzione che la vera sfida del *framework* di principi proposti consista in

---

spazio negli interstizi dell'ordinamento, senza per questo sostituirlo o, *a fortiori*, porsi in contrasto con esso (v. R. RORDORF, *op. loc. cit.*).

<sup>744</sup> S.A. ROSS, *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in *Issues in Financial Regulation: Regulation of American Business and Industry*, a cura di F.R. Edwards, McGraw-Hill, New York, 1979, 177 ss., a 185; R.E. VERRECCHIA, *Discretionary Disclosure*, in *J. Acer. & Econ.*, 1983, vol. 5, 179 ss.; D.W. DIAMOND, R.E. VERRECCHIA, *Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital*, in *J. Fin.*, 1991, vol. 46, 1325.

<sup>745</sup> Al contempo, particolare attenzione meritano le situazioni che interessano società-*competitors* sul mercato, in relazione alle quali la *disclosure* presenta implicazioni non limitate alle valutazioni in punto di governo societario, R.E. VERRECCHIA, *Discretionary Disclosure*, *cit.*; R. LABELLE, *The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective*, 2002, 10.

<sup>746</sup> Come ribadito in DELOITTE, *2016 Directors' Alert. Ingredients for success: Striking the right balance*, la prospettiva di lungo periodo rappresenta uno dei tre "ingredienti" di cui i Consigli di amministrazione debbono essere dotati.

<sup>747</sup> A. ANAND, *An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley*, *cit.*, 240 e nota 44.

<sup>748</sup> Il riferimento è, tra molti, al contributo di A. BEARD, *ADR Watch – Foreign groups join in results certification*, in *Financial Times*, 19 agosto 2002, secondo cui «US-listed foreign companies were not required to meet last week's deadline for certifying their financial results under the new Sarbanes-Oxley Act. But a handful did», a conferma del fatto che molteplici sono gli incentivi ad intraprendere una riforma delle pratiche di governo societario, pur in presenza di un modello di adozione volontaria di un determinato principio (in letteratura, v. M. BECHT, P. BOLTON, A. ROELL, *Corporate Governance and Control*, in *Handbook of the Economics of Finance*, a cura di G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Elsevier, Amsterdam, 2003).

<sup>749</sup> A. ANAND, F. MILNE, L. PURDA, *Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance Regulation: Theory and Evidence*, 21 dicembre 2005, 13.

come essi vengono applicati anziché in quale sia il loro contenuto. La scelta tra auto-regolamentazione ed etero-regolamentazione continua però a essere dibattuta: mentre taluni invocano norme prescrittive e sanzioni penali nei confronti di coloro che antepongono i propri interessi a quelli degli investitori, talaltri rammentano che proprio nell'alveo dell'ordinamento a più alto contenuto precettivo – quello statunitense – si sono generate le situazioni più critiche<sup>750</sup>.

«Everyone wants the best of both worlds. But invariably the real world consists of second best solutions that make inevitable trade-offs between the 'bests' of each world. [...] Would it be possible to devise a system of corporate regulation that gets the upside of self-regulation but minimises the downside?»<sup>751</sup>.

Dunque, sulla base della trattazione condotta, delle esperienze comparate, delle problematiche sollevate, delle prospettive oggetto di trattazione, si ritiene di esprimere parere positivo rispetto alle forme di meta-regolamentazione<sup>752</sup>, di regolamentazione di principio<sup>753</sup> e di processo<sup>754</sup>, con riguardo all'utilizzo dei Codici di Autodisciplina e al meccanismo che ne contraddistingue il funzionamento, in particolare se calati nel preciso *contesto geografico* in cui operano<sup>755</sup>.

Nel paragrafo successivo, quindi, alla precisa individuazione delle motivazioni a sostegno dell'Apologia in favore dei Codici di Autodisciplina<sup>756</sup> seguirà una proposta di declinazione del *comply or explain*, tenuto conto dell'innegabile utilità del principio e della qualità e dell'interesse nei confronti delle spiegazioni allegate.

---

<sup>750</sup> G. GALATERI DI GENOLA, *Bilanci e prospettive dell'autodisciplina*, cit., 146.

<sup>751</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 11 ss.

<sup>752</sup> C. PARKER, *Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility*, in *The new Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, a cura di D. McBarnet et al., 2007, 33.

<sup>753</sup> J. BLACK, *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law J.*, 2008, vol. 33, n. 4, 425.

<sup>754</sup> D. AWREY, W. BLAIR, D. KERSHAW, *Between Law and Markets: Is there a Role for Culture and Ethics in Financial Regulation*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2013, vol. 39, 191 ss.

<sup>755</sup> Nello stesso senso, l'importanza di detti aspetti è centrale in D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit. («within the cultures of the firms and within the heads and identities of their managers and employees», a 39).

<sup>756</sup> «Un significativo impulso alla armonizzazione è infatti pervenuto, nelle società quotate, dai *Codici di Autodisciplina*: una conferma del ruolo tutt'altro che marginale, come invece qualcuno, in particolare Guido Rossi, ha ritenuto», così P. MONTALENTI, *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2015, 135 ss., 140 e nota 15, ove l'A. rinvia al proprio scritto dal titolo *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, cit.

### 5.1. Apologia dell'autodisciplina.

*In primis*, il Codice permette un *migliore allineamento* alle esigenze sociali (c.d. *tailored firm-level regulation*<sup>757</sup>), una maggiore ponderazione delle caratteristiche distintive e delle priorità strutturali di ciascuna realtà in ordine allo stato delle cose e nel rispetto delle prospettive future, della *mission* sociale e degli obiettivi di *business* prefissati.

Ad esso si correla necessariamente la *flessibilità*, intesa anche in senso evolutivo, dal momento che il sistema del *comply or explain* è pronto a recepire modificazioni, pressioni, problematiche connesse alla evoluzione sincronica e diacronica della *governance*. Questo è infatti il prodotto di un sistema volto a rispondere alle esigenze della prassi<sup>758</sup>, ma che, seppur flessibile<sup>759</sup>, preferisce regole precise, che le società possono comunque non applicare *in toto*, facoltà non garantita dalle norme di legge<sup>760</sup>.

Il concetto di *flessibilità*, che conduce a differenti gradi di *compliance*<sup>761</sup>, costituisce la cifra caratterizzante del meccanismo in esame: il *comply or explain*<sup>762</sup>. E, se, per un verso, la correlazione tra *compliance* e *performance* non è immediata e diretta<sup>763</sup>, anche in virtù del fatto che non sempre gli attori del mercato reagiscono in modo facilmente prevedibile<sup>764</sup>; per altro verso, la *compliance* è essenziale. Una *governance*, quella proposta, che necessita di attenzione e cura particolari ovvero *tailor-made*, ma non *taylorizzata* in senso deteriore, bensì influenzata proprio dall'autodisciplina,

<sup>757</sup> L'espressione è tratta da D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 40.

<sup>758</sup> Di qui le ragioni dell'introduzione della figura di "amministratore indipendente", sulla quale cfr. G. FERRARINI, M. FILIPPELLI, *Independent Directors and Controlling Shareholders around the World*, Working Paper n. 258/2014, maggio 2014, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2443786](http://ssrn.com/abstract=2443786); U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 506 ss.; F. CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 858 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 204 ss.; J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Rev.*, 2007, vol. 59, n. 6, 1465 ss.; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, cit., 385 ss. e D.C. LANGEVOORT, *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, in *Georgetown Law J.*, 2001, vol. 89, n. 4, 797 ss.

<sup>759</sup> V. MAGNIER, *Harmonization Process for Effective Corporate Governance in the European Union: From a Historical Perspective to Future Prospects*, cit., 99 e nota 11. Dopotutto, detti codici «are flexible in scope and can be modified according to the size, legal status, and shareholding of a given company».

<sup>760</sup> «In such a mandatory environment the regulator will be *acutely aware* of the need to ensure that the definition of independence does not cut off the supply to the talent pool. However, if in a comply or explain environment companies experience the rules as mandatory rules then companies are faced with the same predicament as companies in the mandatory regime *but with a regulator who thinks that the regime's non-compliance flexibility gives it more room to set rules that represent ideal standards*», D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., a 38 (corsivo aggiunto).

<sup>761</sup> Si veda peraltro come il livello di allineamento alle disposizioni non sia sempre parimenti elevato in ciascun Paese, con conseguenti severe critiche al principio oggetto di disamina, particolarmente forti nell'ambiente tedesco: W. TIMM, *Corporate Governance Kodex und Finanzkrise*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2010, 2125; M. HOFFMANN-BECKING, *Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011, 1173; C. GEHLING, *Diskussionsbericht zu Deutscher Corporate Governance Kodex- Eine kritische Bestandsaufnahme*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011, 1181.

<sup>762</sup> K. SERGAKIS, *op. cit.*, 402 ss.

<sup>763</sup> I. MACNEIL, X. LI, *op. cit.*, 487.

<sup>764</sup> A. SRIDHAR, V. BRUNO, A. FAURE GRIMAUD, *Corporate Governance in the UK: Is the Comply or Explain Approach Working?*, in *Int'l Rev. Law & Econ.*, 2010, vol. 30, n. 2, 193 ss.

molto più incisiva rispetto alla imposizione eterodiretta, nella consapevolezza della inapplicabilità del c.d. *one size fits all*, e della validità della *optimal-heterogeneity thesis*<sup>765</sup>.

Al contempo si deve considerare la *qualità* delle spiegazioni<sup>766</sup>, che potrebbe, se tralasciata, minare le fondamenta del *comply or explain*. Una scarsa accuratezza, infatti, incrementa inevitabilmente il rischio di percepire il comportamento di una società come illegittimo e, conseguentemente, di percepire il Codice come privo di legittimazione<sup>767</sup>. Ne deriva l'importanza della funzione di *monitoring* rispetto al contenuto delle argomentazioni, alla valutazione delle deviazioni (parziali o totali) e della qualità delle spiegazioni fornite, sinora condotte (e rese note) dalle società medesime sulla base di auto-valutazione. *A fortiori*, quindi, il fatto che talune società non aderiscano integralmente alle *best practices* suggerite non costituisce indice di non adeguata gestione, né tantomeno di errore di funzionamento complessivo del sistema. Come evidenziato nella lettera che il Comitato per la *corporate governance* ha indirizzato alle quotate nel dicembre 2016/luglio e dicembre 2017, una applicazione “più sostanziale” delle raccomandazioni del Codice e una puntuale verifica della qualità delle informazioni fornite nella relazione sul governo societario rappresentano strumenti essenziali alla valutazione del grado di adesione da parte delle singole società. Purtroppo, nonostante un generale e progressivo perfezionamento della quantità e qualità delle informazioni fornite nel caso di una totale o parziale disapplicazione, «in alcuni casi di *non compliance*, la spiegazione allegata appare migliorabile: ciò vale, ad esempio, nei casi di scostamento dalle raccomandazioni su alcuni contenuti della politica per le remunerazioni. A tale riguardo, pur considerando la fisiologica diversità delle *policy* adottate, si evidenzia l'importanza di un'indicazione chiara e trasparente degli orientamenti adottati dal *board*, con particolare riferimento alle indennità di fine carica»<sup>768</sup>.

Dunque, benché permangano margini di perfezionamento sia nell'adozione delle raccomandazioni del codice (*comply*)<sup>769</sup> sia nell'argomentazione delle spiegazioni fornite in caso di loro mancata applicazione (*explain*), «le analisi sullo stato della *corporate governance* delle società quotate italiane [...] evidenziano un progressivo allineamento [<sup>770</sup>] dei modelli e delle pratiche di

---

<sup>765</sup> R.S. STEEL, *op. cit.*, a 5.

<sup>766</sup> Il rilievo del punto è ulteriormente rafforzato dal fatto che è stato oggetto di approfondimento da parte della sezione speciale in COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2014 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 2° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2014.

<sup>767</sup> D. SEIDL, P. SANDERSON, J. ROBERTS, *Applying the 'comply-or-explain' principle, cit.*, a 797.

<sup>768</sup> COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 17.

<sup>769</sup> Considerando i dati disponibili al dicembre 2017, l'area più critica risulta essere quella dell'informazione preconiliare, unitamente agli orientamenti sul numero massimo di incarichi, sulle politiche di remunerazione (clausole di *claw-back*, corresponsione di indennità di fine rapporto, previsione di una componente variabile di lungo periodo), sulla adeguatezza del comitato nomine (nel 50% dei casi, in relazione a società di grandi dimensioni, e 40%, in relazione a società di piccole dimensioni), sulle riunioni tra amministratori indipendenti e sulla *board evaluation* (soltanto nel 20% dei casi sono comprese valutazioni sui singoli amministratori). Dette questioni sono state enucleate in ordine crescente di *compliance*, da un livello medio pari al 47,5% al 70%. Sul punto, *V Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, 2017, 67.

<sup>770</sup> Il grado di *compliance* medio con il Codice per area tematica è pari al 75%, con variazioni molto contenute tra le differenti aree e un grado di *compliance* crescente proporzionale rispetto alla dimensione societaria. Più specificamente, il 35% delle società (prevalentemente di dimensioni ridotte) ha un grado di *compliance* inferiore al 75%, mentre il 60% delle società di notevoli dimensioni ha un grado di compliance superiore al 90% (*V Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, 2017, 69).

*governance* delle società quotate alle aspettative degli investitori»<sup>771</sup>. Peraltro, l'incremento della trasparenza e l'introduzione di nuove raccomandazioni nel Codice portano all'emersione continua di aree di possibile miglioramento quali: la disciplina dei piani di successione (sebbene oltre il 90% delle società ne valuti l'istituzione, solo il 20% delle società adotta un sintetico piano), la applicazione dei criteri di indipendenza (sebbene oltre il 75% della società sia *compliant*, il 25% di esse disapplica criteri di indipendenza o le applica in modo sostanzialista, senza una adeguata giustificazione) e la remunerazione degli amministratori indipendenti (sebbene l'adesione media rispetto alla previsione di una componente variabile della remunerazione in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo sia pari al 72%, e raggiunga persino il 91% in relazione alle società di grandi dimensioni, essa risulta essere ampiamente inadeguata e insufficiente: compresa tra 25.000 e 50.000 Euro nel 18% delle società di grandi dimensioni)<sup>772</sup>. Conseguentemente, il Comitato ha rammentato il dovere di compiere una vigilanza scrupolosa rispetto alle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai Codici di comportamento cui la società dichiara di attenersi per parte dell'organo di controllo. A livello tematico, lo stesso Comitato ha enfatizzato il particolare rilievo di alcuni argomenti, in relazione ai quali l'incremento e il dettaglio dell'informativa assumerebbe importanza persino maggiore. Nel 2015, esso ha posto l'accento su informativa *ex post* delle modalità e della qualità di adesione, rispetto a composizione consiliare, autovalutazione e informativa pre-consiliare<sup>773</sup>, mentre, nel 2016, il medesimo ha: (i) ribadito l'opportunità di una responsabilizzazione del Consiglio nell'individuare, ad esito del processo di autovalutazione, le professionalità<sup>774</sup> dei futuri consiglieri e della funzione consultiva e propositiva svolta dal comitato nomine, non solo con riferimento alle società dall'assetto proprietario disperso<sup>775</sup>; (ii) rilevato la non estesa applicazione (e non sempre adeguata motivazione di scelte non allineate alle *best practices*) di talune raccomandazioni, in particolare rispetto alla componente variabile della remunerazione, clausole di *claw back* e indennità di fine carica<sup>776</sup>.

<sup>771</sup> COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 18.

<sup>772</sup> V *Rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, 2017, 70 e ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 57-99.

<sup>773</sup> Detta questione risulta tuttavia ancora insoluta, in quanto l'informativa non sempre è adeguata e il ruolo del Presidente non sempre valorizzato, stante la mancanza di congruo preavviso nel 20% dei casi (luglio 2017). Nell'ultimo rapporto (COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 38), il Comitato ha osservato un costante miglioramento dell'informazione fornita *ex ante*, pur persistendo la necessità di migliorare la qualità della informativa *ex post* sulla effettiva congruità del preavviso utilizzato per l'invio della documentazione. Il rispetto di tali tempistiche può consentire l'agire informato di tutti i membri del *board*, in particolare ove privi di deleghe.

<sup>774</sup> Un accento rispetto al carattere di *professionalità*, troppo di frequente inutilizzata in sede di autovalutazione, è posto in P. MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 413 ss., a 414.

<sup>775</sup> Sulla applicazione del comitato e sulla "sobrietà" che il Codice riserva all'istituto, M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del Consiglio di amministrazione: autovalutazione, piani di successione, composizione e nomina*, Relazione in occasione del seminario Assonime sul tema *La corporate governance delle società quotate italiane*, tenutosi a Milano il 17 febbraio 2017.

<sup>776</sup> ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2016). Note e studi 18/2016*, febbraio 2017, 19 ss.; COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 47 ss.; SPENCER STUART, *Osservatorio sui Consigli di Amministrazione delle società quotate Italiane. Italy Board Index*, 2016, 45 e, in materia di remunerazione, il tema è oggetto di particolare attenzione anche nella

Detta informativa risulta essenziale per un costante miglioramento nelle scelte di *governance* e, anche sotto questo profilo, una maggiore condivisione e uniformità risulterebbe di sicura utilità. Non molto è stato però sinora raggiunto, nonostante i molteplici e apprezzabili tentativi compiuti nel senso di allineare e affinare aspetti propri della disciplina, dei differenti *status* istituzionali dei comitati e delle modalità di monitoraggio<sup>777</sup>, e la fattiva operatività del *Financial Reporting Council*, che ha ritenuto di dover richiedere alle società soltanto informazioni utili (così eliminando a breve quelle eccessivamente generiche e superficiali)<sup>778</sup>, dell'*Institut Français des Administrateurs*<sup>779</sup> e, a livello europeo, dell'ESMA, che ha tentato di raggiungere conclusioni largamente condivise sì da incrementare la condivisione delle buone pratiche.

Ad ulteriore tutela dell'adeguato funzionamento dei Codici e, in generale, del successo dei principi di *soft law* nell'ambito del diritto societario è posta una catena, *rectius* una “*multi-layered monitoring chain*”, volta a realizzare un *controllo preciso e puntuale* sul pregio delle relazioni sulla *governance*, in modo tale da favorire un confronto trasparente e sostanziale con le *best practices*. Una non elevata qualità delle informazioni in esse contenute non è infatti più tollerabile: qualunque imprecisione potrebbe minare le fondamenta del *comply or explain*<sup>780</sup>, rafforzando la qualità delle spiegazioni così come il dialogo tra le società ed i regolatori nazionali. Di qui, l'opportuno coinvolgimento di autorità nazionali, soggetti incaricati del fenomeno di *audit* e investitori istituzionali, con l'unico scopo di difendere, tutelare, incrementare il ruolo del *comply or explain* nelle politiche di governo societario. I suddetti meccanismi costituirebbero pertanto un baluardo, un antidoto rispetto alle norme di legge, incrementando l'effettività delle norme di *soft law*<sup>781</sup>.

Non solo. Il Codice può essere accompagnato, come accennato in precedenza, da *test* di efficacia o da sistemi di valutazione formulati dalle organizzazioni specializzate, che “quantificano” l'adeguatezza dei comportamenti sociali alle raccomandazioni operanti secondo il meccanismo del *comply or explain* e che attribuiscono ad essi valore quasi normativo<sup>782</sup>.

---

Direttiva (UE) 2017/828, nonché, a livello empirico, cfr. MERCER, *Studio sui compensi dei Consigli di amministrazione delle società del FTSE Mib*, 2016 e COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2016, 39 ss.

<sup>777</sup> Mentre in Italia e in Francia i Comitati che affrontano le principali criticità hanno natura privatistica, in Germania, Regno Unito e Olanda, essi hanno natura pubblicistica.

<sup>778</sup> FRC, *What Constitutes an Explanation under “Comply or Explain”?*, febbraio 2012, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf). V., in dottrina, K. SERGAKIS, *op. cit.*: «the definition of the ‘comply or explain’ principle should be updated and include the obligation for companies to mention and analyse in detail all alternative corporate governance measures implemented», a 408.

<sup>779</sup> IFA, “*Comply or Explain*”. *Guide pratique de mise en oeuvre*, 2013.

<sup>780</sup> «[T]he ‘comply or explain’ principle will be severely affected and its viability will become increasingly questionable», K. SERGAKIS *op. cit.*, 430.

<sup>781</sup> «Thus, under the proposed scheme, monitoring mechanisms could function as *an antidote to a hard law framework* since they would *preserve* the advantages of soft law measures *while increasing* their effectiveness. By following this path, the scope of the current soft law approach would be broadened and resorting to a hard law scenario could be legitimately avoided», K. SERGAKIS, *op. cit.*, 431.

<sup>782</sup> Sia consentito, sul punto, di rinviare al c.d. *web-based quality review mechanism*, v. *infra* 4.1. ... dalla qualità del *comply or explain*.

Ultimo, ma non ultimo, sebbene *prima facie* il processo di autoregolamentazione paia non incidere sulle politiche di governo societario perseguite, vi sono valide ragioni per essere ottimisti sugli effetti che lo stesso produce, in particolare in ragione degli incentivi che esso genera nel *Board*, negli amministratori non esecutivi, nel Presidente, dato che fallimenti nella adozione, modulazione, pianificazione e strutturazione dell'autodisciplina pongono seriamente a rischio la loro reputazione, con conseguente fortissimo impatto<sup>783</sup>. Trattasi, prendendo a prestito le parole di Kershaw, del riflesso della *cultural governance beyond the ticked-box*<sup>784</sup>.

## **5.2. Compliance e motivazione.**

Dinanzi al rilievo che sinora è stato attribuito alla questione della qualità informativa e delle spiegazioni fornite, da un canto, dinanzi all'attenzione che deve essere dimostrata per le istanze degli investitori istituzionali, dall'altro, appare opportuno riflettere sulla effettiva utilità di fornire sempre spiegazioni dettagliate rispetto alle scelte di non *compliance*. Detta riflessione risulta necessaria in ragione del fatto che la maggior parte delle motivazioni allegare nei *report* annuali delle società *non-compliant* è standardizzata, reca frasi fatte, allega ragioni di circostanza, vale a dire si connota per una vaghezza che non permette al lettore, nemmeno al più attento, di conoscere le ragioni reali della scelta compiuta.<sup>785</sup> Ebbene, alla luce della necessaria considerazione di quanto asserito, appare ragionevole pensare ad una alternativa.

Con l'intenzione di tutelare le minoranze, nonché gli investitori istituzionali<sup>786</sup>, consapevoli del fatto che "è questo il tempo dell'azionariato istituzionale"<sup>787</sup>, con l'intenzione di dar loro voce,

---

<sup>783</sup> «As we have seen, cultural failures damage reputation and have a substantial impact on shareholder value. Intangible assets such as intellectual property, customer base and brand now account for over 80 per cent of total corporate value, compared to under 20 per cent 40 years ago [Ocean Tomo LLC, 2015. Intangible asset market value study]. This shift magnifies the impact on total value when a reputational crisis occurs. This is a challenge for boards, which must find ways to understand and influence the factors which affect culture and behaviours», così FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, cit., 8.

<sup>784</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 39.

<sup>785</sup> Ora, infatti, ci troviamo nella "terza generazione" del *comply or explain* (sempre secondo R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, cit., a 442): "From Evasive to Specious Explanations".

<sup>786</sup> Particolarmente nel contesto italiano, alla luce della riduzione degli investimenti da parte del settore pubblico e privato, l'unica via percorribile appare quella dell'impiego di investitori istituzionali, soprattutto esteri, i quali sono sicuramente interessati a compiere una consapevole valutazione finalizzata all'investimento. I criteri preminenti sono infatti, nell'ordine: analisi fondamentale (8,7), qualità del MGM (8,5), qualità del sistema di corporate governance (7,4), libello di responsabilità socio ambientale (7,1), settore di attività (6,7), Paese ed area geografica (6,6), livello di internazionalizzazione (6,6), dimensione aziendale (6,3), composizione dell'azionariato (6,3), analisi tecnica (4,7). Agire sulla governance può dunque rappresentare una leva di particolare utilità al fine di incrementare l'appetibilità delle società del nostro Paese (*Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia*, cit., indagine su investitori istituzionali, 2013).

<sup>787</sup> L'espressione è tratta da P. MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, cit., a 70: «[è] questo il tempo dell'azionariato istituzionale: un assetto che supera certo quelli precedenti, ma che pone a sua volta problemi tutti o in gran parte ancora da identificare e discutere. Possiamo dire che nell'era degli investitori istituzionali, del risparmio gestito siamo arrivati alla *public company*, che sono scomparsi o relegati sullo sfondo i sistemi "classici" di separazione tra proprietà e controllo rappresentati dai gruppi piramidali e dalle coalizioni? [...] [I] dubbi si affollano. Occorre indagare, credo, tra investitori ed investitori alla luce della tipologia degli stessi e così distinguere, perlomeno, tra gestori di attivi, anche sotto forma di fondi, e investitori istituzionali [...]». Nello stesso senso, nella dottrina straniera, per tutti, M. GELTER, *Comparative Corporate Governance: Old and New*, cit., da cui si cita: «[r]ecent changes, heralded by intermediated, but widespread share ownership are leading

il principio sinora analizzato potrebbe essere rimodulato, anche alla luce dell'impatto dell'assemblea nel dibattito sulla *governance*<sup>788</sup>. Ora, l'evidenziazione dei suoi punti di debolezza, da un lato, la proposta che segue, dall'altro, lungi dal volerne minimizzarne l'importanza, tendono a coglierne ulteriori sfumature e ad incrementarne gli aspetti idealmente forieri di ulteriori miglioramenti<sup>789</sup>. L'enfasi sta quindi muovendo dalla *governance* interna, dal dibattito interno al *board*, con l'obiettivo di rafforzare le funzioni di controllo e *monitoring* attraverso regole di composizione e funzionamento, alla *governance* esterna, alla dialettica tra *board* e azionisti, con l'obiettivo di realizzare il fenomeno di *engagement* degli investitori istituzionali. Quindi, se, per un verso, la *governance* interna si è gradualmente arricchita di formalismi, scontando limiti soggettivi ed oggettivi degli amministratori indipendenti ed è stata sovraccaricata di requisiti, come la *diversity*, divenuti *per se* obiettivi, per altro verso, le ragioni della difficile evoluzione sono molteplici: (i) i limiti ed i costi della apatia degli investitori istituzionali; (ii) l'efficacia non sempre ottimale della *Wall Street Rule*, la cui diminuzione è oggi marcata<sup>790</sup>, in quanto l'*exit* può non essere agevole in ragione dei costi di smobilizzo, resi a propria volta più marcati dal *dis-favor* normativo verso lo *short-selling*<sup>791</sup>; (iii) la rivalutazione della partecipazione assembleare quale strumento di pressione.

---

us to a brave new world of corporate governance whose contours have only begun to emerge», a 2 s. Il fenomeno – come riconosce lo stesso A. – interessa, con progressione crescente, pure il Regno Unito, unico Paese dell'Europa continentale in cui, nella seconda metà del ventesimo secolo, gli investitori istituzionali hanno preso a detenere una porzione persino più ampia di azioni di quelle detenute negli Stati Uniti, così da influenzare marcatamente “la traiettoria” del diritto societario. Sul punto, ampiamente, cfr. B.S. BLACK, J.C. COFFEE jr, *Hail Britannia? Institutional Investor Behavior Under Limited Regulation*, cit., a 2002 e J. ARMOUR, B.R. CHEFFINS, D.A. SKEEL jr, *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2002, vol. 55, n. 6, 1699 ss., spec. a 1750.

<sup>788</sup> Non esiste, tuttavia, una «relazione di consequenzialità necessaria tra attivismo e partecipazione assembleare, dal momento che non è detto che il rimedio al mancato accoglimento delle istanze avanzate dal socio attivista si trasferisca nella sede assembleare» (A. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, cit.).

<sup>789</sup> J. PLENDER, *A work in progress*, cit., 48.

<sup>790</sup> J.C. COFFEE jr, D. PALIA, *op. cit.*, 11 s.

Per un certo verso appaiono lontani i tempi di un'impostazione giuspolitica fondata sulla prevalenza della prospettiva liquidatoria dell'investimento rispetto all'esercizio delle prerogative azionarie, impostazione di cui sono tributari sia il TUF, almeno nella sua versione originaria, sia la Riforma del diritto societario del 2003.

<sup>791</sup> «As you know, an intense debate is taking place in the business, legal and academic communities as to whether activism by hedge funds and others is a positive or negative force for U.S. companies and the economy. Some believe that activism of all stripes is essential to effect necessary management and board changes at underperforming companies [S. FOLEY, *Shareholder Activism: Battle for the Boardroom*, in *Financial Times*, 23 aprile 2014], while others contend that certain activism results in short-term gains at the expense of companies and shareholder value in the long run. Competing economic studies have helped fuel the debate by asserting that activism leads to either increased or decreased long-term economic well-being for targeted companies. One study, for example, found that activist campaigns are followed by improved operating performance during the five-year period after the campaign, while another study observed that activists' impact on operating performance is, at best, “very unclear”», M.J. LO WHITE, *A Few Observations on Shareholders in 2015*, cit.

### **5.3. Comply or explain: il caso degli investitori istituzionali.**

Modificare il *comply or explain* eliminando l'aspetto dell'*explain* costituirebbe senz'altro una scelta errata, lo scenario peggiore, irrispettoso del testamento lasciato dalla Commissione Cadbury. Seppur consapevoli del fatto che le spiegazioni allegare siano spesso inidonee<sup>792</sup>, eliminare la porzione del principio *de quo* implicherebbe dimenticare come questo precetto sia il migliore (e forse il solo) mezzo per compendiare *commercial freedom* e *sound governance*, il meccanismo più concreto per incoraggiare le società a compiere la scelta corretta, per opportune ragioni. Quindi conviene rilevare come l'inesistenza di momenti sanzionatori nelle ipotesi di mancata o non completa attuazione del Codice debba essere integrata con l'imposizione dei doveri informativi in capo agli emittenti da parte della società di gestione dei mercati. Al contempo, però, l'elevazione degli stessi principi al rango di condizione irrinunciabile ai fini della quotazione implicherebbe il venir meno di una delle cifre distintive dell'autodisciplina: la flessibilità.

Ebbene, la formulazione suggerita<sup>793</sup> è riassunta in: “*comply or explain, if useful*” o “*comply or explain, upon request*” e, in certo senso, essa mira a traslare nell'ambito dell'autodisciplina un principio già emerso nell'ambito societario, in particolare nel *Consultative Document* elaborato dall'*High Level Group of Company Law Experts* nel 2002, difendendo il diritto ad una “*special investigation into the affairs of the company*” da parte di un giudice o di una autorità amministrativa laddove gli *standard* informativi non fossero sufficienti a chiarire agli azionisti la questione (e i costi richiesti dalla procedura fossero considerati aprioristicamente idonei ad incrementare l'informativa degli azionisti medesimi). La motivazione dovrebbe dunque essere *espressamente richiesta* da parte degli interessati (delle minoranze), comportando un ampio miglioramento sotto molteplici profili: (i) il loro maggiore coinvolgimento nella società<sup>794</sup>, a beneficio di un dialogo fluido e fecondo<sup>795</sup>; (ii) il sempre più incisivo loro ruolo; (iii) la flessibilità, cui tanto hanno provato di tenere anche i *fiduciary investors*<sup>796</sup>; (iv) le funzioni di *monitoring*; (v) la motivazione non considerata

---

<sup>792</sup> «No doubt too many explanations have been *somewhat glib and boiler-plate*; of the “we consider this to be in the best interests of the company and its shareholders” variety. But this is a failure of the *application* of “comply or explain”, *not* the principle itself», J. PARKER, *op. cit.*, 44 s. (corsivo aggiunto).

<sup>793</sup> Si sottolinea come tale soluzione sia volutamente allineata rispetto alla condivisa posizione espressa in M. STELLA RICHTER *jr*, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *Keynote Speech*, in ASSONIME, *Note e studi 11/2016*, Relazione tenuta in occasione del seminario Assonime-OECD “Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi *trend* e prospettive future”, tenutosi a Milano il 13 luglio 2016, 17 s. e nota 29 («[n]on ho mai nascosto un profondo scetticismo nei confronti dei troppi esperimenti legislativi in tema di emittenti e di altre forme societarie; e, quindi, convergo sulla necessità di evitare ulteriori iniziative legislative, quasi sempre foriere di soluzioni pasticciate, oltremodo compromissorie e tecnicamente carenti»), ove l'A. compie riferimento anche alle posizioni di G. ZANARONE, *Il diritto commerciale fra il suo passato e l'avvenire*, in *Due Maestri del diritto. Filippo Carlo Gallo e Gastone Cottino. Quaderno n. 24 dell'Accademia delle Scienze di Torino*, a cura di F. Gorla e R. Weigmann, Torino, 216, 73 ss., a 84 ss.

<sup>794</sup> A. REISBERG, *The Notion of Stewardship From a Company Law Perspective Redefined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?*, in *J. Fin. Crime*, 2011, vol. 18, n. 2, 126 ss.

<sup>795</sup> Così, efficacemente, G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina*, *cit.*, 13: «[...] può accadere, talvolta, che il gioco delle parti si inceppi e le decisioni vengano prese in modo inefficiente. In alcuni casi vi può essere il rischio di decisioni assunte *senza la necessaria consapevolezza, per carenza di informazione o di dibattito*. In altri casi il confronto può diventare sterile, perché alcuni soggetti diventano prigionieri del loro stesso personaggio».

<sup>796</sup> Sul punto, per conto di *BlackRock*, v. M. EDKINS, *Comply or explain*, in *Comply or Explain. 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, *cit.*, a 18: «[t]he flexibility offered by “comply or explain” is attractive to us because corporate governance is not a science – it is a reflection of human behavior and, in practice, is rather nuanced.

quale “stigma”, così lasciando alle società l’unica scelta di adeguarsi al Codice<sup>797</sup>; (vi) le motivazioni semplificate e snellite, al fine di ridurre la tempistica ed i costi richiesti, onde condurre una valutazione completa dei *report* sul governo societario<sup>798</sup>, redatte in modo dettagliato, allineate alle peculiarità di ciascuna società, volte a rispondere ai quesiti specificamente posti dagli azionisti circa questioni di primario rilievo. Tale meccanismo, che rispetto ai casi di ricorrenti motivazioni unicamente formali e *de facto* inadatte, non parrebbe minare l’asserito ruolo fondamentale della trasparenza in ordine alle motivazioni e agli avvenimenti comunitari in materia, tenderebbe peraltro ad allontanare lo spettro di quella “certa impressione di ritualità”<sup>799</sup> che la lettura delle relazioni sul governo societario pubblicate dalle società quotate italiane potrebbe razionalmente generare nel lettore.

In tal modo, non si potrebbe obiettare che gli azionisti – anche laddove si tratti di investitori istituzionali – non abbiano posto attenzione alle spiegazioni fornite nella consapevolezza che spesso vi sarebbe «a mechanistic response to non-compliance, treating it as an automatic breach»<sup>800</sup>.

La motivazione fornita dovrà dunque essere chiara, cristallina, facilmente comprensibile da parte degli investitori che l’hanno richiesta, non tanto a sostegno del principio di c.d. *shareholder primacy*, quanto piuttosto a sostegno della convinzione che gli investitori ricoprano ancora un ruolo essenziale nelle decisioni sociali. Dunque, sulla base della qualità della spiegazione, essi potranno reagire con decisioni di investimento positive o negative, capaci di mostrare fiducia o sfiducia rispetto alla società e, conseguentemente, indirizzarne le scelte.

La proposta naturalmente impatterebbe in modo differente rispetto alle varie categorie di investitori, ciascuna delle quali è soggetta a caratteristiche proprie in termini di dimensione, obiettivi, *mission* sociale, opportunità e profili di rischio; ed impatterebbe soprattutto in presenza di un numero notevole di intermediari che hanno reso meno diretta e agevole la comunicazione tra società ed investitori.

---

[...] As an international investor, we’ve found it helps to accommodate a “comply or explain” philosophy, whether derived from the regulatory framework or as a market-led initiative. Equally, it helps us as shareholders understand the merits of an explanation when companies go beyond reporting non-compliance with governance codes and provide context and situation-specific justifications rather than assuming we are familiar enough with the company to determine those for ourselves».

<sup>797</sup> «[A]lthough [the box-ticking] approach *may* be effective in reducing the cost and time required by such investors in order to engage in a qualitative evaluation of the explanations given by the company, it undermines, not only the purported flexibility that the Code offers but also the foundational idea behind the comply-or-explain itself since it *gradually* places a “stigma” on the “explain” part of the principle, leaving the companies with only “one real choice”, that of compliance with the Codes», G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 13 (corsivo aggiunto) e nota 69, ove l’A. richiama M. MOORE, *op. cit.*, a 103.

<sup>798</sup> «As Marco Becht explained in 2012 [M. BECHT, *Comply or just Explain?*, *cit.*, a 13] “the statement of a major issuer with corporate governance that differs from the norm can run to over a hundred pages” making it costly and time-consuming for investors to engage in monitoring the companies’ compliance with the Code. This is particularly true in countries such as the UK since the dispersed ownership structure that often exists creates disincentives for the shareholders to devote time and money in order to monitor their companies», G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 11. La proposta enunciata, pur tenendo conto della questione, opta per non abbracciare il metodo del *box-ticking approach*, assolutamente inadatto a recepire le sfumature che connotano ogni scelta sociale, in particolare se deviante rispetto alle *best-practices*.

<sup>799</sup> P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, *cit.*, 37 ss.

<sup>800</sup> G.C. HADJIKYPRIANOU, *op. cit.*, 10 ss.

Alla proposta di cui si è detto si potrebbe ragionevolmente obiettare che l'apatia degli azionisti<sup>801</sup>, la loro minore propensione a farsi parte attiva nei confronti delle società, nel monitorare costantemente la *compliance* con il Codice – quella stessa apatia che aveva scoraggiato le società dal modificare le proprie pratiche per concentrarsi sulle necessità e priorità degli azionisti, da un lato, e dall'applicare con la necessaria cura il principio del *comply or explain* in virtù del coinvolgimento marginale di tali azionisti nel breve lungo periodo, dall'altro<sup>802</sup> – potrebbe essere *de plano* traslata anche rispetto alla proposta formulata<sup>803</sup>. Del resto, dinanzi alla moltitudine di Codici di Autodisciplina esistenti, dinanzi alle peculiarità delle realtà nazionali della disciplina, dinanzi a positive *performance* sociali, gli investitori *potrebbero* non essere incentivati a confrontarsi sotto questo profilo, interpretando il ruolo loro affidato secondo la chiave di lettura desiderata<sup>804</sup>. Di più: stante il fatto che già il Codice, e precisamente il principio 1.P.2, prova l'attenzione "prioritaria" e "strategica" dell'autodisciplina rispetto alla tutela degli interessi e alla creazione di valore per gli azionisti<sup>805</sup> nel medio-lungo periodo, una implementazione del *comply or explain* in tal

---

<sup>801</sup> Da ultimo, sul tema, analizzandone gli impatti rispetto al *proxy access*, di cui estensivamente si parlerà nel prossimo Capitolo, B. SHARFMAN, *Moving forward on unwinding proxy access*, in *Oxford Business Law Blog*, 8 gennaio 2017, consultabile all'indirizzo [www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/moving-forward-unwinding-proxy-access](http://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/moving-forward-unwinding-proxy-access) («[...] no matter how well the corporate governance departments of these eligible investors have memorized the latest principles of what is considered good corporate governance, they do not have enough inside information to decide who should sit on the boards of the thousands of large and complex companies in which they hold a stake»). Si rilevi, tuttavia, come l'impatto della crisi abbia per taluni aspetti diminuito la portata del fenomeno: «the stresses of the crisis has very much been on getting shareholders to be more responsible and active» (S. DEAKIN, *The effect of the Cadbury Code on Boards and Stockmarkets*, University of Cambridge, 8 agosto 2013, consultabile all'indirizzo [insight.jbs.cam.ac.uk/2013/professor-simon-deakin-faculty-of-law-the-effect-of-the-cadbury-code-on-boards-and-stockmarkets/](http://insight.jbs.cam.ac.uk/2013/professor-simon-deakin-faculty-of-law-the-effect-of-the-cadbury-code-on-boards-and-stockmarkets/)). Parimenti, a livello empirico è stato evidenziato come dal 2010 al 2014, comparando i dati relativi a Italia, Regno Unito, Francia e Germania, la partecipazione alle votazioni assembleari nelle maggiori società quotate (rispettivamente su FTSE MIB, FTSE 100, CAC 40 e DAX 30) in Italia sia risultata la più sostenuta, mentre si registra persino una diminuzione, nell'arco del periodo considerato, in Francia e Germania. In Italia sono stati registrati rispettivamente i seguenti dati: 52,3%, 61,7%, 64,6%, 65,2%, 66,5%; nel Regno Unito 67,2%, 68,9%, 70,9%, 71%, 70,3%; in Francia, 61,5%, 64,7%, 65,7%, 64,5%; in Germania, 56,1%, 56,4%, 53,6%, 49,9%, 55,1% [CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2015, 35 (tabella 3.1)]. Cfr., nel solo contesto italiano, CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 27 e 29 (tabella 3.1).

<sup>802</sup> K. SERGAKIS, *op. cit.*, 425.

<sup>803</sup> Per l'unica soluzione sinora offerta alle problematiche di apatia degli azionisti nelle società ad azionariato diffuso, fondata sulla c.d. *behavioural economics*, v. K. KASTIEL, Y. NILI, *Just A Little "Nudge": Curing Investors' Rational Apathy*, 2015 and KASTIEL K., NILI Y., *In Search of the "Absent" Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, 55 ss. («Regulators are making increasing use of different heuristics to increase our protection as consumers, to encourage us to save for pensions, to eat healthier, to protect the environment, and so on. Surprisingly, there have been very few applications of behavioural economics to corporate governance, and in particular to the way we, as individual investors, participate in the governance of public firms.», a 104).

<sup>804</sup> Dopotutto, riprendendo la metafora pirandelliana, «un attore attento è in grado di recitare la sua parte interpretando al meglio il personaggio che gli è stato assegnato», così G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina*, *cit.*, a 16.

<sup>805</sup> Per una dettagliata illustrazione del concetto "creazione di valore", tra i primi, L. GUATRI, *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.

senso non potrebbe che rafforzarlo, ponendosi in linea con l'intero articolato<sup>806</sup>, con la prospettiva europea<sup>807</sup> e statunitense<sup>808</sup>.

La proposta formulata potrebbe condurre ad una presentazione di richieste in caso di *non compliance* soltanto in rari casi, ma potrebbe, al contrario, trasformare l'apatia degli investitori in attivismo,<sup>809</sup> facilitando l'interazione tra società e azionisti e il loro accesso alle informazioni. Ancora: il suggerimento potrebbe premiare le società *investors' friendly*, *primus inter pares*, che positivamente reagiscono alla pressione esercitata dagli investitori, attente all'informazione messa a disposizione dei propri investitori e al *feedback* che tale azione genera. In altre parole, il suggerimento di cui si è detto mira a rafforzare l'aspetto reputazionale delle società<sup>810</sup>: invero come potrebbe una società lasciare inascoltata la richiesta di precisazione rispetto a una scelta che diverga dalla direzione delle *best practices* quand'essa provenga da uno o più investitori? Come potrebbe la società negare aprioristicamente l'apertura di un dialogo con essi, nonché rinunciare dal principio ad uno strumento utile anche al fine di condurre un efficace *monitoring*? I quesiti posti sono evidentemente retorici, dato che: «[c]onstructive engagement should be everyone's goal»<sup>811</sup>. L'auspicata dialettica tra investitori istituzionali e società dovrebbe concretizzarsi in sede extra assembleare, essendo la stessa meno formalizzata e permettendo maggiore efficacia nei dialoghi, che non devono però essere occasionali, ma organizzati, verbalizzati, presidiati. Dialoghi in ambienti esterni, dialoghi occasionali, non costituiscono infatti forme di *selective disclosure*, ma di *unlawful disclosure*.<sup>812</sup>

Da ultimo, la proposta formulata avrebbe il vantaggio di non creare un ulteriore disordine nell'intricata giungla del diritto societario<sup>813</sup>, di non richiedere la costruzione dell'ennesima struttura, dell'ennesimo codice, dell'ennesimo autorità, dell'ennesimo organo; di non esigere l'uniformazione del lessico sottostante; di non imporre la condivisione di principi nuovi, sconosciuti alla maggior parte dei Paesi membri. Essa poggierebbe infatti sui principi già contenuti nel Codice di Autodisciplina e nelle declinazioni nazionali esistenti. Inoltre: essa andrebbe nella direzione auspicata anche a livello europeo e, precisamente, nella versione con modifiche

---

<sup>806</sup> Per tutti, P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Jaeger*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2010 e ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, cit., 89 ss.

<sup>807</sup> G. FERRARINI, *Shareholder Value and the Modernization of European Corporate Law*, in *Capital Markets and Company Law*, a cura di K.J. Hopt ed E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford, 2003, 223 ss.

<sup>808</sup> A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Giuffrè, Milano, 2007.

<sup>809</sup> Un maggiore coinvolgimento dei medesimi è incoraggiato dai recenti codici di *stewardship*, come correttamente evidenziato in M. FENWICK, E.P.M. VERMEULEN, *op. cit.*

<sup>810</sup> Detto aspetto ha trovato recente riconoscimento proprio nella dottrina americana, R.A. SHAPIRA, *op. loc. cit.* e ID., *Reputational Sanctions in the Shadow of the Law*, in *Law and Reputation: how the Legal System Shapes Behavior Through Producing Information*, Tesi di dottorato discussa presso la Harvard Law School, Cambridge, MA, maggio 2014.

<sup>811</sup> M.J. LO WHITE, *A Few Observations on Shareholders in 2015*, cit. A livello europeo, notevole attenzione è posta alle *engagement policies* e ai risultati ottenuti, *inter alia*, anche nella Direttiva (UE) 2017/828.

<sup>812</sup> C. MOSCA, *Behind the Scenes: Directors that Speak to Shareholders in the Context of Market Fairness*, 2018, in corso di pubblicazione.

<sup>813</sup> La metafora è mutuata da P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Un Testo Unico per superare la giungla dei mercati*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2016.

suggerite della *Shareholders' Rights Directive*<sup>814</sup>, a propria volta, marcatamente ripresa dallo *UK Stewardship Code*<sup>815</sup>. Tale proposta, è appena il caso di segnalarlo, risulterebbe quindi di estrema importanza e assoluto interesse. In ultima analisi, la strada è tracciata, il circolo virtuoso intrapreso, il percorso impegnativo, ma alla nostra portata<sup>816</sup>.

#### **5.4. Scommessa sull'autodisciplina.**

Quanto proposto è sicuramente da intendere quale suggerimento privo di certezze assolute, il cui buon esito non è garantito, né garantibile. Trattasi tuttavia di considerazione che tiene conto dei pilastri dell'autodisciplina, dell'evoluzione del mercato (*rectius*, dei mercati), delle istanze dei singoli portatori di interesse. E, dopotutto, proprio l'autodisciplina ha dimostrato di rappresentare sia un laboratorio utile per la *cross-fertilization* tra diritto, economia di mercato ed etica<sup>817</sup> sia un laboratorio strumentale alla sperimentazione di soluzioni organizzative non sondate prima d'ora.

In costante equilibrio tra “*comply or explain*” e “*formal regulation*”, peraltro, il primo approccio si distingue per essere un sistema sempre più frequentemente adottato: di recente, ad esempio, la Turchia (2011), il Portogallo (2013), il Giappone (2015), il Brasile (2016) e la Cina (ove il processo non si è ancora compiuto) hanno inteso adottare un Codice di Autodisciplina, mentre i Paesi che già lo adottavano lo hanno rivisto nel periodo 2015-2016. Il coinvolgimento, inoltre, è ampio ed inclusivo, in parte per iniziativa delle autorità nazionali (26 casi su 45 Paesi) e in parte di associazioni private (19 casi), che si occupano del *monitoring* con cadenza periodica.<sup>818</sup>

Non solo. Numerosi sono i segnali che incoraggiano l'evoluzione della *corporate governance* nella direzione dell'autodisciplina, suggerendone un “alleggerimento” rispetto al *self-monitoring* tramite *online feedbacks*, in modo tale da «semplificare sia i codici che le modalità di applicazione dell'approccio *comply or explain* [ed] introdurre un sistema di *feedback*, supportato dall'IT, che stimoli l'adesione al Codice».<sup>819</sup>

---

<sup>814</sup> *Supra*, 2.2.2. *Shareholders' Rights Directive II*.

<sup>815</sup> I.H.-Y. CHIU, *European Shareholder Rights Directive Proposals: A Critical Analysis in Mapping with the UK Stewardship Code?*, in *ERA Forum*, 2016, vol. 17, n. 1, 31 ss.

<sup>816</sup> La metafora è tratta da G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina*, cit., 9 ss.

<sup>817</sup> E. BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 44.

<sup>818</sup> OECD, *OECD Corporate Governance Factbook*, 2017, 15-18 e 24-27.

<sup>819</sup> R. MANGANO, *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, cit., 436-437 («a) to ensure that companies whose shares are listed on the same stock exchange are recognized as members of a group; b) to simplify both the codes and the way the comply or explain approach is employed; c) to introduce a system of feedback, supported by IT, which might stimulate a company to imitate those companies which observe the comply or explain approach more thoroughly in order to activate a virtuous circle of ever-increasing thoroughness in code observation. This proposal might offer Member States a light-touch way to comply with Art.11 of the 2014 Recommendation laying down that “[i]n order to motivate companies to comply with the relevant corporate governance code or to better explain departures from it, efficient monitoring needs to be carried out at national level.”»).

In un'ottica complessiva, però, tenendo a mente anche quanto asserito rispetto alla applicazione del *comply or explain*, sia consentito concludere parafrasando il pensiero del filosofo seicentesco Blaise Pascal<sup>820</sup>.

Non è corretto biasimare chi abbia scelto croce o chi abbia scelto testa.

Non è corretto accusare di errore chi abbia scelto di adottare o meno il Codice di Autodisciplina, perché chi accusa dimostra di non conoscere.

Scommettere bisogna: non è una cosa che dipenda dal nostro volere, in ogni caso siamo tenuti a farlo. Due sono le cose da perdere, il vero e il bene, e due le cose da impegnare nel gioco: la ragione e la volontà, la conoscenza e la beatitudine; e la natura ha da fuggire due cose: l'errore e l'infelicità. La ragione non patisce maggior offesa da una scelta piuttosto che dall'altra, giacché bisogna necessariamente scegliere. Ecco un punto liquidato. Ma la beatitudine? Pesiamo il guadagno e la perdita, nel caso che si scommetta in favore dell'esistenza di *best practices* o meno. Valutiamo questi due casi: vincendo, si guadagna tutto; perdendo, non si perde nulla. Scommettere, dunque, senza esitare, che i Codici possano giovare al governo societario è ragionevolmente provato.

Non sorprenda questo riferimento, la medesima idea di “scommessa” è suggerita anche da un giurista inglese contemporaneo, il quale utilizza una metafora sportiva: «if there is one lesson which it offers in the hope of making it work it is 'bribe your quarterback': bond the investment banking community to your regulatory product by showing them that it can generate income. If successful, it may be that you end up with a 300 page code! Maybe the trade-off is worth the candle»<sup>821</sup>. Dopotutto, ad oggi, nessuno potrebbe negare il fatto che, sebbene con i dovuti *caveat* e distinguo geografici, e nonostante il beneficio effettivamente generato dall'autodisciplina non sia misurabile, la *governance* ne abbia tratto vantaggio.

Il metodo suggerito non è certamente scevro da limiti, né pone rimedio a tutte le problematiche del *comply or explain*, ne mantiene però tutte le peculiarità, rendendole maggiormente fruibili. È infatti ragionevole osservare che, perlomeno *de facto*, rispetto alla applicazione del Codice operi una presunzione di opportunità, rafforzata dalla essenziale flessibilità che esso garantisce, dalla necessaria dialettica, coinvolgimento e comprensione tra le parti cui esso tende.

Dunque, «[u]n ruolo “pilota”, quello dell'autodisciplina, che si affianca a quello svolto storicamente dagli ordinamenti e dalla legislazione speciale (privatizzazione, credito)»<sup>822</sup>.

Dunque, una posizione d'avanguardia, quella dell'autodisciplina, che non pare recedere di un solo passo. Un interesse, quello nei riguardi dei suoi contenuti, che non pare affatto sopito nei confronti delle recenti evoluzioni del diritto del governo societario.

Dunque, dalla analisi della disciplina, dalla comparazione, dalla proposta di una più efficace spiegazione della non adesione al Codice, “questione applicativa” di rilievo e al contempo prodromica alla trattazione della seconda “questione applicativa”, si approda alla comprensione del fatto che il voto di lista possa essere ritenuto una *best practice* da inserire nel Codice medesimo.

---

<sup>820</sup> J.-C. DUHAMEL, *The “Comply or Explain” Approach as a Pascalian Wager*, in *Accounting, Economics and Law. A Convivium*, 2015, vol. 5, n. 3, 289 ss.

<sup>821</sup> D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, cit., 42.

<sup>822</sup> P. MARCHETTI, *La regolamentazione delle società quotate*, cit., 43 ss., a 70.



*Being in a minority, even in a minority of one, did not make you mad. There was truth and there was untruth, and if you clung to the truth even against the whole world, you were not mad.*  
— George Orwell

*Truth always rests with the minority, and the minority is always stronger than the majority, because the minority is generally formed by those who really have an opinion, while the strength of a majority is illusory, formed by the gangs who have no opinion — and who, therefore, in the next instant (when it is evident that the minority is the stronger) assume its opinion... while truth again reverts to a new minority.*  
— Soren Kierkegaard

## **CAPITOLO TERZO**

SOMMARIO: 1. Autodisciplina e voto di lista. – 2. Voto di lista e tutela delle minoranze. – 2.1. Profili comparati. – 2.1.1. Rappresentanza e cogestione. – 2.1.2. Rappresentanza degli azionisti nel *board*: diritto “di veto”. – 2.1.3. Rappresentanza degli azionisti nel *board*: possibilità di concorrere alla nomina imperativa. – 3. Prospettiva statunitense: tra *cumulative voting* e *proxy access*. – 3.1. *U.S. proxy access*. – 3.1.1. Amministratori indipendenti. – 3.1.2. Valutazioni d’opportunità. – 4. Prospettiva italiana: voto di lista. – 4.1. Profili di diritto societario. – 4.1.1. Amministratori indipendenti: il doppio binario Codice di Autodisciplina- TUF. – 4.1.2. Requisiti legali. – 4.1.3. Collegamento tra liste. – 4.1.4. Regolarità dei requisiti. – 4.1.5. Autonomia statutaria e profili di collegamento. – 4.1.6. Disciplina della *record date* e profili di collegamento. – 4.1.7. Patti parasociali e profili di collegamento. – 4.1.8. Disciplina o.p.a. e profili di collegamento.

### **1. AUTODISCIPLINA E VOTO DI LISTA.**

Si consideri ora la seconda “questione applicativa”, finalizzata a comprendere se il voto di lista possa essere ritenuto una *best practice* (nell’accezione precisata *sub 2.3.1. Soft (corporate) law: tra Codici etici e di Autodisciplina.*), ossia una prassi suggerita, stanti i buoni risultati che tale raccomandazione ha prodotto nel tempo e in diverse realtà societarie, al punto di inserirla nel Codice medesimo.

Ora, dato che il Codice di Autodisciplina non risolve il problema di un ruolo *attivo* degli azionisti nella *governance* (*supra*, 4.2. ... agli investitori istituzionali.), ci si affida a buone pratiche degli amministratori, agli indipendenti, ai consigli..., ma il problema della composizione del *Board* rimane sullo sfondo<sup>823</sup>.

Invero, guardando al Codice di Autodisciplina e alla sua evoluzione contenutistica (*supra*, 2.4.2.1. Tanto tuonò che piovve: il cammino evolutivo del Codice.), esso affronta il tema del ruolo del Consiglio (art. 1), della sua composizione (art. 2), dell’indipendenza (art. 3), dei comitati (art. 4), della nomina e della remunerazione (art. 5 e art. 6), senza che il tema dell’*elezion*e del *Board* venga trattato apertamente. Il Codice, nell’analizzare il ruolo e le funzioni dei comitati endoconsiliari, si limita ad auspicare che il comitato nomine esprima le proprie preferenze presentando una *lista* per

---

<sup>823</sup> Per una *overview* della situazione attuale sul tema sotto il profilo anche quantitativo, v. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. *Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 23-29 e figura 13.

il rinnovo del consiglio, nonché a precisare (i) all'art. 2.P.1 e nel relativo commento come i consiglieri debbano essere “dotati di adeguata competenza e *professionalità*”, e (ii) all'art. 3 come “un numero adeguato di amministratori” debba essere costituito da amministratori indipendenti, entrambi requisiti che la disciplina del voto di lista prevede all'art. 147-ter, comma quarto, TUF.

Nei paragrafi seguenti il voto di lista verrà dunque affrontato soffermando l'attenzione: (i) sul suo ruolo a tutela delle minoranze (in quanto il meccanismo prevede la nomina di amministratori indipendenti, precisando che “la circostanza che un amministratore sia espresso da uno o più azionisti di minoranza non implica, di per sé, un giudizio di indipendenza di tale amministratore”, art. 3, commento) (*infra* spec. paragrafo 2.1.); (ii) sul profilo comparato rispetto agli Stati Uniti, contesto rispetto al quale è enfatizzata la figura degli *independent directors* (*infra* spec. paragrafo 3.); e (iii) sulla disciplina nazionale, con particolare attenzione alla composizione della lista e all'indipendenza dei consiglieri (*infra* spec. paragrafo 4.1.1). È infatti proprio in relazione a quest'ultimo punto, alla qualificazione come indipendente di un candidato alla carica di consigliere incluso in una data lista, che si manifesta evidente l'integrazione tra autodisciplina e voto di lista, in quanto in linea di diritto il requisito di indipendenza per le società quotate è costituito dalla *sommatoria* dei requisiti dettati dal Codice di Autodisciplina di Borsa e dal TUF ai fini della ricorrenza della caratteristica.

## **2. VOTO DI LISTA E TUTELA DELLE MINORANZE.**

È essenziale, per un corretto funzionamento delle società, che le stesse si ispirino, nella loro struttura interna, a principi democratici, così evitando che taluni soggetti possano derivare benefici eccessivi dall'esercizio del controllo e che si possano generare esternalità negative, sebbene la completa realizzazione dell'espressione “*corporate democracy*” risulti un ossimoro<sup>824</sup> e, probabilmente, un'espressione non del tutto corretta se riferita agli azionisti<sup>825</sup>.

---

<sup>824</sup> Invero, «[t]he modern business corporation has never been, is not, and ought not to be a “democratic” institution. It is efficient and desirable to lodge control authority and voting power with whoever contributes and risks more capital. Corporations must participate in the democratic process but, with respect to their internal affairs, “corporate democracy” is an oxymoron», M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: “Voto di lista” or U.S. Proxy Access Rule, ICGC Panel on Corporate Governance*, 3 dicembre 2015. Nello stesso senso si è espressa anche l'*American Bar Association*, ritenendo che la società rappresenta una entità economica la cui funzione è quella di creare utili, non essendo la stessa un organo politico in cui la mancanza di poteri di voto creerebbe conseguenze importanti e potendo, dopotutto, l'azionista – se non allineato all'elezione di un amministratore – semplicemente vendere le azioni possedute (l'opinione dell'ABA è riportata in L.J. SUNDQUIST III jr, *Comment: Proposal to Allow Shareholder Nomination of Corporate Directors: Overreaction in Times of Corporate Scandal*, in *William Mitchell Law Rev.*, 2004, vol. 30, n. 4, 1471 ss., il quale riporta altresì le posizioni di altri organi, tra cui la *American Society of Corporate Secretaries*, che evidenzia la necessità di essere estremamente cauti sulla natura *emozionale* del concetto di democrazia societaria, a 1491 e nota 190). Altri autori riconoscono importanza primaria alla realizzazione di una “*corporate law democracy*”, costituendo l'elaborazione di un diritto societario e di norme di governance pienamente democratiche un elemento vitale della democrazia stessa, J. DINE, M. KOUTSIAS, *The Nature of Corporate Governance. The Significance of National Cultural Identity*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, USA, 2013, 313 s.

<sup>825</sup> Ampiamente, A.W. HEERINGA, *Shareholders and Democracy?*, in *Shareholder democracy: an analysis of shareholder involvement in corporate policies*, a cura di M. Olaerts, C.A. Schwarz, Eleven International Publishing, The Hague, 2012, 7 ss., spec a 8 s. e 12: «[d]emocracy relates to being the subject of a state as well as part of the people who “are” the state! And in that respect stockholders are not subjects of a company nor are they the philosophical rationalization of the company's powers. On the contrary: shareholders together own the company, having paid for it: the company (or part of it according to their shares) is *their property* and as is generally the case with property, one can dispose of it, determine its use, decide upon its destination etc. Therefore it is *self evident* that shareholders *have* the say over the company and that the board of the company, as the agent of the

Alla luce di dette premesse, la tutela delle minoranze<sup>826</sup> – dove il termine minoranza è in realtà un “*floating concept*”, peraltro dipendente da fattori contingenti<sup>827</sup>, individuato per differenza rispetto al termine “maggioranza”<sup>828</sup> – costituisce una questione di sicuro interesse per parte del diritto societario, che si concretizza in molteplici ambiti<sup>829</sup> e che presenta contorni non sempre netti e delineati<sup>830</sup>. Essa trova corrispondenza tanto nel Codice di Autodisciplina (art. 3, commento; art. 9.C.4 e relativo commento) quanto nel TUF (in cui una sezione specifica è

---

shareholders, has to act in accordance with the wishes of the shareholders. *That has nothing to do with democracy, but with the shareholders being the owners.* [...] There is no moral or constitutional argument [...], as is the case in the context of states (or even international organizations such as the European Union). I would therefore disagree with the *title* of shareholder democracy. [...] Shareholders own a company or have another proprietary interest and can exercise their rights through a meeting with all shareholders controlling and checking the executive board. Other than citizens there is always an exit option for shareholders, which basically does not exist for citizens» (corsivo aggiunto). Cfr., D. SOLOMON, *The Voice: The Minority Shareholder's Perspective*, 2016, in *Nevada Law J.*, 2016, vol. 17, n. 3, 739 ss. (da cui si cita), cui si rinvia per l'illustrazione (e la relativa confutazione) delle argomentazioni addotte in favore della *corporate democracy*.

<sup>826</sup> «The latter is a complex normative web, in which a variety of methods are used in order to restrict the all-embracing power of the majority», AA.VV., *Rights of minority shareholders: general and national reports*, Atti del congresso tenutosi a Brisbane (Australia) nel 2002, a cura di E. Perakis, Bruylant, Bruxelles, 2004, a 24, cui si rinvia anche per una estensiva trattazione del tema di parità di trattamento degli azionisti. In tutti gli ordinamenti si ammette pacificamente che nelle società quotate convergano una pluralità di interessi di categoria, tra i quali detentori di controllo, *managers*, azionisti di minoranza. «Da un lato, l'assetto complessivo della tutela degli azionisti di minoranza esprime non soltanto la misura e il modo in cui il legislatore si prende cura degli interessi di costoro, in sé e per sé considerati, ma fa comprendere anche da quale ideologia o da quale disegno complessivo il legislatore muova per coordinare o ordinare gerarchicamente il trattamento degli altri interessi. In questo senso, l'assetto complessivo della tutela delle minoranze nelle società quotate manifesta una scelta strutturale ed ideologica di sistema, che è *premessa e chiave di interpretazione di tutta la disciplina positiva del settore*. D'altro lato, tuttavia, l'assetto complessivo della tutela delle minoranze *condiziona, sì, la dinamica reale del funzionamento delle s.p.a. quotate in ogni ordinamento; ma certamente non ne costituisce né il solo né il principale fattore determinante*», così A. MAZZONI, *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai*, Atti del convegno a cura di A. Piras, Pisa University Press, Pisa, 2005, 13. In chiave comparata, v. KRAAKMAN R. *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2017, 79 ss. In chiave diacronica, per una panoramica ad ampio spettro, v. C. ANGELICI, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 567 ss.

<sup>827</sup> «It is significant that in some jurisdictions, like the US, Canada or France, the term “minority” is hardly mentioned in the law. This, it is argued by Dr. Keith Fletcher, can be of a “procedural” assistance to the minority shareholders, since the latter are dispensed from proving that in any particular case they are indeed in such a position or that the other party controls the company. The fact that minority can be only a contingent concept is described in a colorful way by Prof. Serafino Gatti. Referring to some provisions of the Italian Civil Code and art. 148 (II) of the TUF, whereby the articles of the company mayor must (respectively) contain provisions for the appointment of auditors by the “minority”, the reporter shows the artificiality of the concept degenerating in practice to agreed-upon *splits of the majority into several small groups or the final prevalence of the “bigger” minority*», così AA.VV., *Rights of minority shareholders: general and national reports*, *cit.*, a 20.

<sup>828</sup> AA.VV., *Rights of minority shareholders: general and national reports*, *cit.*, a 17. Il termine “maggioranza” è a propria volta di difficile determinazione: «[c]hi sarebbe capace di formulare un criterio unico di valutazione per un concetto così elastico, anzi addirittura scalare, com'è quello di maggioranza, se maggioranza può essere egualmente la metà più uno o la totalità meno uno?» E. RUFFINI, *Il principio maggioritario - Profilo storico*, Adelphi, Milano, 2002, 102 s.

<sup>829</sup> P. ABBADESSA, *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai*, *cit.*, 23.

<sup>830</sup> R. WEIGMANN, *Tutela delle minoranze o tutela della correttezza gestoria?*, in AA.VV., *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A. Guaccerò e M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2014, 45 ss.

dedicata al tema)<sup>831</sup>. Peraltro l'elezione degli amministratori che rappresentano la minoranza degli azionisti costituisce una voce chiara e significativa del principio asserito: «[n]ot the loudest voice, but an effective one»<sup>832</sup>.

Si tratta dunque di una riproduzione nel diritto societario di principi di “democrazia politica” che garantiscono alle minoranze di essere parte di collegi politici o amministrativi<sup>833</sup>.

Si tratta di un allineamento alla realtà societaria di Paesi, europei e non, già oggetto di attenzione per parte di uno studio OCSE<sup>834</sup> e di plurimi Autori<sup>835</sup>.

Si tratta di un diritto di *voice* attribuito alle minoranze nella fase fisiologica<sup>836</sup>, non limitandolo unicamente ad una fase patologica, in sede di impugnazione delle delibere assembleari<sup>837</sup>. Un diritto che, al contempo, non si deve però confondere con l'assemblearismo, ovvero con una «continua mediazione tra diverse concezioni di quel che è l'interesse sociale»<sup>838</sup>, ma che deve soltanto garantire uno spazio per la minoranza in seno all'organo di controllo, rispetto ad un sistema che lo riserva in seno all'organo di gestione<sup>839</sup>.

Di seguito, soffermandosi sul Consiglio di amministrazione, organo rispetto al quale si è esercitata a tutto campo la *vis* inventiva dei legiferanti, che vi hanno dedicato un numero notevole di articoli, la cui marcata “centralità” e il cui rafforzato rilievo sono evidenziati nella versione pubblicata il 5 dicembre 2011<sup>840</sup>, si procede ad esaminarne la tutela delle minoranze con specifico

<sup>831</sup> Sul punto, cfr. F. DONATO-SEMINARA, *Il voto di lista come regola di bilanciamento tra maggioranza e minoranze. La questione del voto capitarario nelle banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 19 ss., spec. 55 ss. e, sulle interpretazioni dell'espressione in parola, N. SALANITRO, *La tutela delle minoranze nelle assemblee delle società quotate*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai, cit.*, 61 ss., spec. a 61 s.

<sup>832</sup> L'A. continua parafrasando Lincoln, asserendo che questa strada permette la realizzazione di un governo societario degli investitori, per gli investitori, da parte degli investitori, v. M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule, ICGC Panel on Corporate Governance, cit.* Il rilievo della *voice* quale elemento dotato di valore intrinseco ed indipendente da ogni utilità, cui dover dunque attribuire ruolo primario e tutela rafforzata nell'ordinamento, è sottolineato anche in D. SOLOMON, *op. cit.*, spec. 763 ss.

<sup>833</sup> S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 8 e nota 9, ove si rinvia a G. SCALFI, *Clausole particolari per la nomina di amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1971, 40; G. BIANCHI, *Gli amministratori di società di capitali*, Cedam, Padova, 2003, 96 e P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria*, Giappichelli, Torino, 2000.

<sup>834</sup> OECD, *Directorate for Financial and Enterprise Affairs – Corporate Governance Committee, Peer review 4: Board Nomination and Election*, aprile 2012.

<sup>835</sup> S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 24 s. e relativa notazione bibliografica, ove riferimenti a P.G. JAEGER, *Privatizzazioni: «Public Companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 11 e P.L. DAVIES, *Gover and Davies' Principles of modern company law*, Sweet & Maxwell, Londra, 2003, 307.

<sup>836</sup> D. SOLOMON, *op. cit.*

<sup>837</sup> G. LEMME, *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 357 ss., a 380 e nota 48.

<sup>838</sup> P. MARCHETTI, *Osservazioni sui profili societari alla bozza del TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 142.

<sup>839</sup> S. AMBROSINI, *Nomina del collegio sindacale nelle società quotate: il c.d. sindaco di minoranza*, in *Riv. soc.*, 1999, 1115.

<sup>840</sup> L'edizione in parola ha il merito di accentuare il ruolo del consiglio di amministrazione e dei consiglieri indipendenti, nonché di razionalizzare il sistema dei controlli, v. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 38. A ben vedere però, lo stesso A. aveva individuato nell'organo consiliare

riguardo alla minuta regolamentazione in tema di nomina degli amministratori, che ampiamente si avvale proprio dei parametri, dei requisiti, delle previsioni dell'autodisciplina, che in tal senso tenta di porre rimedio al problema di pre-composizione del *Board*.

Nella disamina, il voto di lista viene affrontato ponendo mente in particolare a due meccanismi<sup>841</sup>, ossia procedendo con una comparazione tra il sistema statunitense del *proxy access* e la cifra distintiva del sistema italiano. Il tema è trattato in relazione ai profili normativi, redazionali, casistici, giurisprudenziali e, preme ricordarlo, nella ferma convinzione che la filosofia del voto di lista rinsaldi il controllo reciproco tra azionisti ed incrementi i caratteri di correttezza, efficienza, assenza di conflitti di interesse. Si rammenta tuttavia come in società ad azionariato diffuso la “minoranza” rappresentata in Consiglio non sia sempre davvero portatrice dell'interesse del pubblico degli azionisti, considerata la natura dei sistemi di organizzazione e la rappresentatività degli investitori istituzionali<sup>842</sup>, quanto piuttosto alfiere di altri interessi particolari. E quand'anche fosse assicurata la rappresentatività della minoranza, la sua presenza non implica necessariamente una taumaturgica iniezione di efficienza in organi privi di adeguate garanzie strutturali e funzionali<sup>843</sup>.

Il tema, analizzato nelle pagine seguenti, rileva al fine di comprendere l'opportunità di inserire nel Codice di autodisciplina una raccomandazione circa le *modalità* di elezione del Consiglio di amministrazione, questione rispetto alla quale il Codice non suggerisce ad oggi alcuna *best practice*.

La discussione dell'argomento, condotta nell'ambito della disamina dei Codici di Autodisciplina, è inoltre strumentale a dimostrare come detto istituto (*i*) abbia a costituire un elemento cui anche le società *chiuse* possono guardare, pur non essendo queste *tenute* ad adottare il Codice di Autodisciplina e, conseguentemente, il meccanismo in argomento, e (*ii*) abbia condotto a risultati importanti, che difficilmente potrebbero essere negati (o persino perduti) anche laddove la norma venisse ricondotta alla sfera dell'autodisciplina.

---

Poggetto “[del]la prima linea di intervento”, onde uscire dalla situazione di *impasse*, prevenire qualsiasi problematica societaria, dotare la società di organi amministrativi funzionanti e funzionali.

<sup>841</sup> V. anche B. LIBONATI, *Il governo del Consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 3 ss., spec. 39 s. (già in ID., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica, Dopo la Crisi*. Omaggio a Piergaetano Marchetti, a cura di L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Università Bocconi Editore, Milano, 2010, 371 ss.).

<sup>842</sup> «E per illustrare la complessità della situazione basta un dato: nelle società in cui ci sono forme di controllo meno forti (di fatto o informale), gli azionisti strategici, nelle assemblee 2016, portano a casa la maggioranza nel Cda proprio grazie al voto degli investitori istituzionali: nel caso delle coalizioni informali, quest'ultima ha avuto in media il 16% dei consensi, mentre gli investitori “contrari” hanno avuto il 23%. È stato un ulteriore 13% di investitori a far pendere la bilancia dalla parte dell'azionista di riferimento. Dunque gli investitori stanno in certe società anche perché si fidano del *management*. [...]», A. CRISCIONE, *Assonime: il voto di lista ha troppi limiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2016, 29. Il ruolo degli investitori istituzionali nelle scelte di *governance* presenta una amplissima eco, «si è rivelato essere uno strumento in grado di mettere seriamente alla prova gli equilibri di governo delle aziende di Piazza Affari», anche rispetto a questioni di recente introduzione, come il voto maggiorato, v. L. GALVAGNI, *L'Espresso, contesa sul voto della lista di minoranza*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 giugno 2015. Il ruolo di detti investitori costituirà chiaramente, anche in futuro, uno dei temi di maggior rilievo: M. LIPTON, *Some Thoughts for Boards of Directors in 2017*, in *Harvard Law School Forum*, 10 maggio 2016 e il relativo documento a cura dell'*International Business Council of the World Economic Forum*.

<sup>843</sup> P. MARCHETTI, *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. soc.*, 1996, 418 ss., a 421.

Nei paragrafi successivi vengono anzitutto ripercorsi i tratti essenziali della questione in alcuni, selezionati Paesi. Mentre Germania<sup>844</sup> e Francia si avvalgono della presenza di lavoratori all'interno del Consiglio come elemento di differenziazione degli interessi rappresentati, la maggior parte dei Paesi studiati si avvalgono invece della rappresentanza degli azionisti all'interno dell'organo tramite diritti di "veto", come nel caso del Regno Unito e di Israele, ovvero tramite la possibilità di concorrere ad una nomina imperativa, come accade invece nella maggior parte delle realtà nazionali esaminate.<sup>845</sup>

Successivamente, vengono affrontati il sistema statunitense del *proxy access* e il sistema italiano del *voto di lista*, in quanto finalizzati entrambi a coinvolgere sempre più gli investitori istituzionali nella gestione societaria e a tutelare le minoranze, seppure con peculiari, specifiche declinazioni.

## **2.1. Profili comparati.**

### **2.1.1. Rappresentanza e cogestione.**

Anche se non esattamente alternativo al voto di lista, il modello tedesco di cogestione o codeterminazione (*Mitbestimmung*)<sup>846</sup> – utilizzato anche in Austria, Lussemburgo, Danimarca, Svezia e (pur con più deboli meccanismi di *opt-in* rispetto a clausole che consentono a lavoratori dipendenti con partecipazioni superiori al 3% del capitale di nominare uno o più consiglieri)<sup>847</sup> Francia e Finlandia – consente invero alle minoranze di nominare amministratori (art. 126 e art. 127 *Aktiengesetz*). Ai sensi dell'art. 101(2) *Aktiengesetz* è possibile riservare la nomina di alcuni membri del Consiglio a particolari azionisti, ovvero a specifiche azioni, trasferibili con il consenso della società. Ai sensi dell'art. 126 *Aktiengesetz* è possibile che gli azionisti propongano il nome di un amministratore e lo rendano accessibile (tramite sito *web*, se la società è quotata) almeno 14 giorni prima della adunanza assembleare. Ai sensi del successivo art. 127, a ciascun azionista è data facoltà di proporre i propri candidati ai fini dell'elezione del Consiglio di Sorveglianza. Una previsione, quella in parola, che rafforza però i lavoratori, i quali proprio in tale sistema trovano una forma particolarissima di tutela, prima ancora degli azionisti.

La Francia non propone alcuna regolamentazione in tema di nomina degli amministratori, ed anzi (con recentissime attenuazioni del seguente tenore: «salvo casi previsti dalla legge») il Codice di *Corporate Governance* suggerisce non vi siano rappresentanti di specifici gruppi e interessi nel *Board*. Se nell'ambito dell'autodisciplina gli statuti possono invece recare clausole riferite al modello di

---

<sup>844</sup> La realtà tedesca conosce anche la possibilità di realizzare la rappresentanza degli azionisti tramite la possibilità di concorrere a una nomina facoltativa.

<sup>845</sup> Una più ampia disamina comparata è sintetizzata nella tassonomia disponibile in OECD, *OECD Corporate Governance Factbook*, 2017, a 124-125.

<sup>846</sup> Sull'efficacia del modello, soprattutto rispetto a obiettivi di *performance*, v. L. FAUVER, E.M. FUERST, *Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2006, vol. 82, n. 3, 673 ss. e G. GORTON, F.A. SCHMID, *Capital, Labor, And The Firm: A Study of German Codetermination*, in *J. Eur. Econ. Ass.*, 2004, vol. 2, n. 5, 863 ss.

<sup>847</sup> In Francia, in particolare, è possibile nominare quale amministratore il rappresentante dei lavoratori, consentendo allo stesso di assistere agli incontri e alle decisioni, avendo un accesso privilegiato a documenti e informazioni sociali, pur in assenza di qualsiasi diritto di veto alle decisioni prese dal *management*.

cogestione o *codetermination*<sup>848</sup> nel Consiglio di amministrazione i rappresentanti dei lavoratori possono essere al più quattro, non oltre però la porzione di un terzo rispetto al totale dei dipendenti; nelle società privatizzate, essi sarebbero tre in un organo rispettivamente composto da più di quindici amministratori (ovvero due, se il Consiglio non fosse tanto ampio), in quelle a proprietà pubblica, essi non dovrebbero superare il terzo del Consiglio se la società fosse più ampia di mille dipendenti (in caso contrario, potrebbero al più essere tre, per società comunque composte da almeno 20 dipendenti).

### **2.1.2. Rappresentanza degli azionisti nel Board: diritto “di veto”.**

Nel Regno Unito, realtà dominata dall’obiettivo di *shareholders’ value maximization*, si evidenzia una pressoché totale assenza del legislatore nella normativa societaria, come prova il *Companies Act* che nella (ancor oggi inalterata) versione del 1985 ha previsto amplissima discrezione nella modulazione delle peculiarità della *governance*. Di qui il rilievo ancor maggiore dell’autodisciplina, già oggetto di dettagliata trattazione. Venendo alla nomina degli amministratori, ai sensi del principio B.2, la società deve disporre di una determinata, trasparente procedura al fine di nominare gli amministratori, anche grazie al comitato nomine, composto per lo più da amministratori indipendenti, non esecutivi, cui anche il Presidente può appartenere. Gli amministratori non esecutivi, come precisato al punto B.2.3 del Codice, sono nominati per un periodo di tempo preciso (sottoposto ad una accurata valutazione *ad hoc*, se superiore a sei anni consecutivi) sebbene rinnovabile a seguito di una ponderata considerazione di indipendenza, caratteristiche, profilo (preparazione ed esperienza) dell’amministratore, sono revocabili a maggioranza semplice, come accaduto – circostanza tuttavia infrequente nella prassi – nel caso che ha interessato l’azionista del Manchester United Glazer, possessore del 28,1% del capitale sociale della squadra inglese<sup>849</sup>. Sarà il *report* annuale a precisare poi, *inter alia*, l’iter di cui ci si è avvalsi ai fini della nomina, precisato al punto B.<sup>850</sup>

Gli amministratori indipendenti, in presenza di un socio di controllo, devono essere approvati sia da azionisti sia da “*independent shareholders*”, ai sensi della *Listing Rule* 9.2.2 e, soprattutto, è ammesso il voto individuale sui candidati anche ove appartenenti a liste differenti, così da impedire l’approvazione od il rigetto “in blocco” della lista.

Si consideri qui il caso di Israele. Esso è sistema di particolare interesse per la sua disciplina avanzata inerente al diritto societario, caratterizzata da un mercato molto dinamico,

---

<sup>848</sup> Cenni in tal senso erano già stati compiuti tanto nel paragrafo precedente quanto nel secondo capitolo della trattazione (v. 2.4.4. Francia: autodisciplina e doppio controllo, spec. nota 464), ove si riferisce della recentissima proposta di modifica dell’articolo del Codice di autodisciplina francese in tema di partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori.

<sup>849</sup> *Manchester United PLC: Glazer Ousts Three Directors, But Bank Withdraws Support*, in *Wall Street J.*, 15 novembre 2004.

<sup>850</sup> «A separate section of the annual report should describe the work of the nomination committee, including the process it has used in relation to board appointments. This section should include a description of the board’s policy on diversity, including gender, any measurable objectives that it has set for implementing the policy, and progress on achieving the objectives. An explanation should be given if neither an external search consultancy nor open advertising has been used in the appointment of a chairman or a non-executive director. Where an external search consultancy has been used, it should be identified in the annual report and a statement made as to whether it has any other connection with the company». Valido esempio applicativo della procedura richiesta è riportato nell’*Annual Report 2016* della società Rolls-Royce Holdings plc, 67-71.

soprattutto nell'*high tech*, e struttura proprietaria affine a quella italiana. Ai sensi dell'art. 239, *Companies Law* (come modificato dalla L. 10.303/2001), imperativo per società quotate: la maggioranza dei voti assembleari a favore di *outside directors* (che debbono essere qualificati ai sensi dell'art. 240(a) e cittadini israeliani)<sup>851</sup> deve comprendere la maggioranza della minoranza, ovvero il totale dei voti contrari non deve eccedere il 2% dei diritti di voto<sup>852</sup>.

Inizialmente, secondo un Autore, il codice avrebbe dovuto richiedere che ogni società quotata dovesse presentare un Consiglio composto dalla maggioranza di *outside directors*,<sup>853</sup> intenzione poi temperata anche alla luce del *Cadbury Code*<sup>854</sup>.

### **2.1.3. Rappresentanza degli azionisti nel Board: possibilità di concorrere alla nomina imperativa.**

Vicino al modello italiano è quello spagnolo, ove l'art. 243 *Ley de Sociedades de Capital* (ex art. 137 *Ley de Sociedades Anónimas*) enuncia, peraltro con toni affini al nostro ordinamento, il principio di "tutela delle minoranze", fondato sulla proporzionale composizione consiliare<sup>855</sup>. Occorre premettere che in Spagna il sistema non si distingue per una ampia applicazione, in ragione della peculiare composizione consiliare (soprattutto per la presenza degli "amministratori grigi", indipendenti che, dopo aver servito la società, mantengono però il proprio ruolo all'interno del *Board*), della apatia degli investitori istituzionali, dei conflitti di interesse.

Gli azionisti, nell'ambito di società per azioni sia quotate sia non quotate, possono raggrupparsi e nominare un numero di amministratori pari al rapporto tra capitale votante e posti in seno al Consiglio di amministrazione.

In Polonia, ex art. 385 Codice delle società commerciali<sup>856</sup>: azionisti pari ad almeno un quinto possono chiedere l'elezione di un amministratore, senza poter poi partecipare anche alla

---

<sup>851</sup> Ampiamente e, nello specifico, per la disciplina in tema di composizione del *board* e *outside directors*, v. I. FIEGENBAUM, A. LICHT, *Corporate Law of Israel*, 7 novembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.global/working-paper/corporate-law-israel](http://www.ecgi.global/working-paper/corporate-law-israel); ed in *The Law of Israel*, a cura di C. Walter, B. Medina, L. Scholz, H.-B. Wabnitz, 2018, in corso di pubblicazione.

<sup>852</sup> Il tenore dell'articolo è il seguente: «(a) Two External Directors shall hold office in a public company. (b) The External Directors shall be appointed by the general meeting, provided that one of the following conditions prevails: 1) in counting the votes of the majority at the general meeting at least one-third of all the votes of shareholders who are not holders of control in the company or representatives of such persons, present at the time of voting are included; in counting the total votes of such shareholders, abstentions shall not be taken into account; 2) the total number of votes opposing the appointment from among the shareholders referred to in paragraph (1) shall be no greater than one percent of the total voting rights in the company. (c) The Minister may prescribe different rates from the rate provided in subsection (b)(2). (d) In a company in which, on the date of appointment of an External Director, all members of the board of directors of the company are of one gender, the External Director appointed shall be of the other gender».

<sup>853</sup> U. PROCACCIA, *A New Corporate Law for Israel*, 1989, 342.

<sup>854</sup> T. EINHORN, *Monitoring Directors in Public Companies under Israeli Law: Comparative Perspectives*, in *Eur. Bus. Org. Law. Rev.*, 2001, 525 ss.

<sup>855</sup> J.J. MENCIA, *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 96 ss.

<sup>856</sup> *Company Law in Poland: Between Autonomous Development and Legal Transplants*, 2010, in *Private Law in Eastern Europe. Autonomous Developments or Legal Transplants?*, a cura di C. Jessel-Holst, R. Kulms, A. Trunk, Mohr Siebeck, Tübingen, 2010, 445-493.

nomina di altri. Precisamente, tale facoltà è riconosciuta ad una percentuale di componenti del gruppo pari al rapporto tra azioni presenti in assemblea e numero di consiglieri da eleggere.

Anche in Brasile, dal 2001, la legge societaria (art. 141) consente al 15% degli azionisti (e al 10% degli azionisti titolari di azioni senza diritto di voto) di richiedere l'applicazione del *voto múltiplo*, affine al *cumulative voting*, sebbene non statutariamente previsto<sup>857</sup>. Al fine di assicurare proporzionale composizione all'interno del Consiglio, però, allorquando un solo consigliere viene revocato, per effetto del meccanismo *simul stabunt, simul cadent*, l'intero Consiglio decade.

La legge russa sulle società per azioni quotate dispone che l'assemblea possa revocare l'intero Consiglio di amministrazione, non un suo singolo componente (art. 66), per poi eleggere il *plenum* dell'organo in questione proprio mediante il voto cumulativo, previsto nello statuto facoltativamente (ovvero obbligatoriamente per le sole società con più di mille azionisti). Particolarmente attenta rispetto alle operazioni in conflitto di interesse, a seguito del parere espresso da amministratori privi di interessi specifici (artt. 81-84), la disciplina permette agli amministratori di minoranza di bloccare il compimento di azioni potenzialmente pericolose di amministratori esecutivi e azionisti di controllo.

La normativa cinese<sup>858</sup> adotta il voto cumulativo nell'ipotesi di elezione di amministratori e sindaci: i diritti di voto spettanti al singolo socio vengono moltiplicati per il numero di seggi disponibili e possono successivamente essere concentrati rispetto ad una determinata figura (art. 106).

Il compatto e coerente diritto societario giapponese anche rispetto alla tutela degli azionisti dimostra di meritare interesse ed attenzione particolare. Sebbene gli investitori stranieri spesso criticino il sistema giapponese, reo di non tutelare a sufficienza gli interessi dei propri azionisti, a ben vedere, esso invece risulta dotato di strumenti adeguati (“*quite strong*”)<sup>859</sup>. A norma di legge, in presenza in assemblea della maggioranza di azioni con diritto di voto, il Consiglio viene eletto a maggioranza semplice, così permettendo agli azionisti (che pur non abbiano presentato alcun candidato) l'assunzione di un ruolo determinante.

---

<sup>857</sup> B.S. BLACK, A.G. DE CARVALHO, E. GORGA, *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*, in *Revista Brasileira de Finanças*, 2009, vol. 7, 2009; *Univ. Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109*; *Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014*; *ECGI Finance Working Paper n. 206*, 2008, spec. a 16. V. anche M. FENWICK, E.P.M. VERMEULEN, *op. cit.*, 28, tabella 5.

<sup>858</sup> Come sottolineato in M. FENWICK, E.P.M. VERMEULEN, *op. cit.*, a 28: «China even requires the use of cumulative voting when a controlling shareholder has more than 30% of the voting shares».

<sup>859</sup> G. GOTO, *Legally “strong” shareholders of Japan*, in *Michigan J. Private Equity and Venture Capital Law*, vol. 3, n. 2, 27 marzo 2014, a 26. Al contrario, il medesimo A. osserva come il codice giapponese preveda difese particolarmente “invasive” con riguardo tanto ai diritti riservati agli azionisti *uti singuli* e a categorie speciali.

*It's all very well in practice. How is it in theory?*<sup>860</sup>  
– Noah Smith

### 3. PROSPETTIVA STATUNITENSE: *PROXY ACCESS*.

La voce delle minoranze nei Consigli di amministrazione della società rappresenta un'istanza avvertita anche oltreoceano, sebbene in Europa venga generalmente garantito agli azionisti un potere maggiore rispetto a quello attribuito loro negli Stati Uniti in tema di nomina degli amministratori<sup>861</sup>. Sino a qualche anno addietro, gli investitori hanno limitatamente inciso la composizione del Consiglio di amministrazione, in ragione del loro azionariato diffuso, della loro apatia, nonché, negli *States*, della *NYSE Rule 452* – abolita soltanto nel 2009 – in virtù della quale gli intermediari finanziari, in assenza di indicazioni da parte dei propri clienti, avevano facoltà di votare liberamente e, dunque, come empiricamente confermato, si esprimevano in linea con i *desiderata* del *management*.

In ragione della differente conformazione societaria, dette minoranze hanno trovato un riconoscimento, nell'America del Nord, tramite il *proxy access*, sebbene esso rappresenti – allo stato attuale – uno strumento non del tutto sfruttato nelle sue potenzialità, come di seguito evidenziato. In Italia, invece, le minoranze trovano espressione grazie al *il voto di lista*, articolato secondo un trinomio che si compone di *selezione*, *designazione* ed *e elezione* dei candidati, concetti tra loro ponentisi in una non scontata relazione di collegamento necessaria<sup>862</sup>.

#### 3.1. *U.S. Proxy Access*.

Negli Stati Uniti, la presenza delle minoranze nell'organo amministrativo è assicurata da norme che facilitano l'accesso degli azionisti al *proxy system*, ossia il tutt'altro che economico sistema di invio della documentazione strumentale all'esercizio del proprio diritto di voto per delega prima dell'adunanza assembleare<sup>863</sup>. Si consideri, però, che, mentre, per un verso, la raccolta delle deleghe affonda le proprie radici nel *Securities and Exchange Act* del 1934, per altro verso, soltanto nel 2010 è stato attribuito alla SEC il potere di emanare disposizioni che consentano all'azionista l'utilizzo del materiale predisposto dall'emittente al fine di ottenere deleghe strumentali alla nomina di membri del Consiglio di amministrazione della società medesima<sup>864 865</sup>.

---

<sup>860</sup> L'espressione, di dubbia attribuzione, è in realtà rinvenibile in plurimi scritti, tra cui N. SMITH, *Economics Gets Real*, in *BloombergView*, 23 giugno 2015.

<sup>861</sup> S. COOLS, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2005, vol. 30, n. 3, 697 ss. Cfr. anche J.W. VERRET, *Pandora's Ballot Box, or a Proxy with Moxie? Majority Voting, Corporate Ballot Access, and the Legend of Martin Lipton Re-Examined*, in *Business Lawyer*, 2007, vol. 62, n. 3, 1007, 1020, ove l'A. riflette sulla regola del "voto a maggioranza", squisitamente europea. Si veda il recente documento *Green Paper* inglese in tema di *governance* del novembre 2016, oggetto di consultazione ai fini di una modifica da apportare alla *Section 172* del *Companies Act* inglese, attribuendo diritto di *voice* a lavoratori, clienti e altre parti interessate.

<sup>862</sup> La precisazione è riferibile a M. STELLA RICHTER jr, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *Keynote Speech*, cit., spec. a 3.

<sup>863</sup> Nella letteratura statunitense, *ex multis*, J.R. MACEY, *Promises kept, promises broken*, cit., 2008, 90 ss.

<sup>864</sup> Rispettivamente, SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Facilitating shareholder director nominations*, Release Nos. 33-9136; 34-62764; IC-29384: «[r]egulation of the proxy process was one of the original responsibilities that Congress assigned to the Commission as part of its core functions in 1934. The

In ogni caso, gli azionisti di minoranza potrebbero avviare una *proxy solicitation* indipendente, sostenendo costi notevoli, sicuramente ostativi, a meno che non si adotti a livello contrattuale o statutario una *proxy-reimbursement rule*, atta a permettere che le spese da essa generate vengano, almeno in parte, rimborsate dalla società medesima<sup>866</sup>.

Di particolare interesse, e pertanto meritevole di essere richiamata in questa sede, è la vicenda che ha interessato la proposta di inserimento di una clausola statutaria atta a consentire *proxy access* e rimborso delle spese di sollecitazione di deleghe. Nel caso di specie, sottoposto ai giudici del Delaware (*CA v. AFSCME*)<sup>867</sup>, è stata discussa l'invalidità della clausola, la cui approvazione avrebbe violato gli obblighi degli amministratori nei confronti della società. Pur ritenendo la clausola effettivamente invalida (e così esprimendosi in modo estremamente netto: «the Bylaw, as drafted, would violate the prohibition[s] [...] against contractual arrangements that commit the board of directors to a course of action that would preclude them from fully discharging their fiduciary duties to the corporation and its shareholders»<sup>868</sup>),<sup>869</sup> qualche tempo dopo, tanto l'inserimento della clausola quanto il rimborso delle spese sostenute dagli azionisti sono stati recepiti nella normativa del Delaware (§§112-113)<sup>870</sup>, in particolare per il timore che il

---

Commission has actively monitored the proxy process since receiving this authority and has considered changes when it appeared that the process was not functioning in a manner that adequately protected the interests of investors» e *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Pub. L. No.111-203, §971, 124 Stat. 1376 (2010) (*Proxy access*: «[t]he Commission (SEC) may issue rules permitting the use by a shareholder of proxy solicitation materials supplied by an issuer of securities for the purpose of nominating individuals to membership on the board of directors of the issuer, under such terms and conditions as the Commission determines are in the interests of shareholders and for the protection of investors»).

<sup>865</sup> Sia consentito porre in rilievo la contestualità con cui, anche in Europa, nel 2007, viene adottata la Direttiva Azionisti (rivista dalla già citata Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017). Cfr. Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, OJ L 184, 14.7.2007; F. XIANGXING HONG, *Protection of Shareholders' Rights at EU level: How Far Does it Go?*, in *Eur. Comp. Law*, 2009, vol. 6, n. 3, 124 ss.; A.R. PINTO, *The European Union's Shareholder Voting Rights Directive from an American Perspective: Some Comparisons and Observations*, in *Fordham Int'l Law J.*, 2008-2009, vol. 32, n. 2, 587.

<sup>866</sup> Essa rappresenta il risultato di un *labor limae* di cui dà conto M.K. AGUILAR, *Debate Rages On Over Proxy Access Proposal*, in *Compliance Week*, ottobre 2009, vol. 6, n. 69, 73.

<sup>867</sup> J.E. FISCH, *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, in *Brooklyn Law Rev.*, Summer 2016, vol. 81, n. 4, 1637 ss., *Faculty Scholarship. Paper n. 1616*, 2016; ID., *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access*, in *Emory Law J.*, 2012, vol. 61, n. 3, 435 ss.; N.L. ZACHARY, *Fear of Commitment: Why CA, Inc. v. AFSCME Leaves Mandatory Advancement Bylaws Undisturbed*, in *Fordham Law Rev.* 2012, vol. 80, n. 4, 1759 ss.; C. FAWAL, *Protecting Shareholder Access to Director Elections: a Response to CA, Inc. v. AFSCME Urging the Adoption of a Blasius Standard of Review for the Exercise of a Fiduciary-Out Clause*, in *Duke Law J.*, 2010, vol. 59, n. 7, 1457 ss.

<sup>868</sup> *CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008).

<sup>869</sup> «The Delaware Supreme Court's unequivocal and welcome holding should discourage further efforts by stockholder activists to erode the fundamental prerogatives of the board of directors. The opinion will hopefully signal that the courts will not permit directors to be undermined or constrained in the exercise of their fiduciary duty in the broad range of subjects traditionally within their ambit as stewards of the corporation», così il comunicato dello studio WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Delaware Supreme Court Reaffirms Director-Centric Corporate Governance*, 17 luglio 2008.

<sup>870</sup> Cfr. M.J. ROE, *The Corporate Shareholder's Vote and its Political Economy, in Delaware and in Washington*, in *Harvard Business Law Rev.*, *Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2011-94*, 2012, vol. 2, 1 ss., a 17 ss.; M. TUMAS, J. GROSSBAUER, *Amendments to the Delaware Corporation Code*, in *Harvard Law School Forum*, 22 febbraio 2009.

Congresso si riferisse alla questione in argomento al fine di alterare in qualsiasi modo il ruolo di primario rilievo che lo Stato assume a livello societario nel Paese<sup>871</sup>.

Gli azionisti che detengano da più di tre anni consecutivi una partecipazione al capitale non inferiore al 3%<sup>872</sup> possono altresì richiedere, in forza della *Rule 14a-11*, emanata in attuazione di tale legge per parte della SEC, di includere nelle liste di candidati amministratori da votare (e nel materiale societario informativo relativo alle deleghe di voto) il nominativo di uno o più candidati, al più pari al 25% dei membri del Consiglio di amministrazione<sup>873</sup>. Tale diritto è esercitabile a patto che l'azionista dichiari di continuare a mantenere la propria partecipazione successivamente all'assemblea annuale e non abbia acquistato le azioni con l'intenzione di mutare il controllo della società od ottenere un numero maggiore di rappresentanti di quelli consentiti dalla legge in parola. In presenza di uno *staggered board* o di amministratori già eletti dalla minoranza nel contesto assembleare, nuovi amministratori espressione della minoranza potrebbero essere nominati soltanto se non complessivamente superiori al 25% degli amministratori. Quando le candidature presentate dalle diverse minoranze eccedano il limite consentito, nell'inviare il materiale, la società dovrà privilegiare gli azionisti in possesso di una quota di capitale superiore, elencando i nominativi da questi presentati e, solamente laddove ancora necessari a raggiungere la soglia del 25%, quelli scelti dalle altre minoranze. Detta regola ha avuto però vita breve. La *U.S. Chamber of Commerce* e la *Business Roundtable* ne ha infatti contrastato l'applicazione dinanzi alla Corte Federale di Washington D.C. (*Business Roundtable v.*

<sup>871</sup> Per tutti, J.E. FISCH, *Leave it to Delaware: Why Congress Should Stay Out of Corporate Governance*, cit. e M.J. ROE, *Delaware's Competition*, in *Harvard Law Rev.*, 2003, vol. 117, n. 2, 588 ss., a 592 («Delaware's competition in making corporate law thus comes not [...] primarily from other states, but also from the federal government [...]»).

<sup>872</sup> In fase di discussione della proposta, erano state considerate anche quote differenti, guardando alla situazione europea: in Belgio, la percentuale richiesta era altissima (20%); in Francia, invece, l'ammontare era calibrato in ragione della capitalizzazione della società (P. CZIRAKI, L. RENNEBOOG, P.G. SZILAGYI, *Shareholder Activism Through Proxy Proposals: The European Perspective*, in *Eur. Fin. Mgmt.*, 2010, vol. 16, n. 5, 738 ss.). Di qui la proposta, oggetto di ampio dibattito anche negli Stati Uniti (J.W. LORSCH *et al.*, *Comment addressed to the SEC*, 13 agosto 2009, a 18), di fissarla nella misura dell'1% per le società di maggiori dimensioni, 3% o 5% per quelle di minori dimensioni.

<sup>873</sup> In argomento, di crescente attualità, soprattutto nell'ultimo decennio, v. J.E. FISCH, *Leave it to Delaware: Why Congress Should Stay out of Corporate Governance*, cit., ove si analizzano i due inserimenti nel *corpus* normativo statale («Section 112 which authorizes issuers to adopt proxy access bylaws, and Section 113 which authorizes issuers to adopt proxy expense reimbursement bylaws. Notably, although both sections allow the bylaws to prescribe conditions and procedures governing their application, in neither case does the statute require the bylaws to contain a fiduciary out. The Corporate Law Section of the Delaware State Bar Association explained the amendments as an effort to “clarify further the validity and flexibility of bylaws establishing [...] proxy access”»); JUSTICE J.B. JACOBS, *op. cit.* («[i]n 2008, the Delaware Supreme Court held that proxy reimbursement was a proper subject for shareholder action and would not impermissibly infringe the board's statutory power to manage the affairs of the corporation so long as the by-law does not restrict the board from discharging its fiduciary duties»); S. URSANER, *Keeping "Fiduciary Outs" Out of Shareholder-Proposed Bylaws: An Analysis of CA, Inc. v. AFSCME*, in *Business Lawyer*, febbraio 2011, vol. 66, n. 2, 361 ss.; C.M. BRUNER, *Managing Corporate Federalism: the Least-Bad Approach to the Shareholder Bylaw Debate*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2011, vol. 36, n. 1, 1 ss.; ABA SECTION OF BUSINESS LAW, COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Report on the Roles of Boards of Directors and Shareholders of Publicly Owned Corporations and Changes to the Model Business Corporation Act-Adoption of Shareholder Proxy Access Amendments to Chapters 2 and 10*, in *Business Lawyer*, agosto 2010, vol. 65, n. 4, 1105 ss.; K. MACFADYEN, *The Other Side of the Bench*, in *Mergers & Acquisitions Report*, agosto 2009, vol. 22, n. 32, 3 ss. («[t]he big thing at the moment is corporate governance. There are a couple of big issues. One current challenge relates to the question of shareholder access to the proxy statement. Recently, Delaware law has been changed to facilitate the adoption of bylaws dealing with proxy access and proxy expense reimbursement issues»); già R. ROMANO, *Less is more: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance*, cit., *passim*.

SEC, D.C. Circuit 2011, 647 F.3d 1144)<sup>874</sup>, sostenendo come il principale problema del *proxy access* consista nella creazione di conflitti interpersonali<sup>875</sup> e nell'inefficiente rapporto costi-benefici, calcolato in modo errato dalla SEC<sup>876 877</sup>, oltre al fatto che essa permette al *top management* di escludere proposte aventi ad oggetto l'elezione degli azionisti, rimanendo impuniti<sup>878</sup>.

---

<sup>874</sup> Per una disamina ai fini del tema in parola, cfr. *D.C. Circuit finds SEC Proxy Access Rule Arbitrary and Capricious for Inadequate Economic Analysis, Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011), in *Harvard Law Rev.*, febbraio 2012, vol. 125, n. 4, 1088-1095 e R.S. STEEL, *op. cit.*, a 6 e sezione I.B.2, 18-22.

<sup>875</sup> S.M. BAINBRIDGE, *Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2002, vol. 55, 1 ss., 35-38; e, per una valutazione complessiva, S.M. BAINBRIDGE, *Proxy Access in 2017: A Critique from the Director Primacy Perspective*, 19 giugno 2017, ove l'A. richiama uno studio che evidenzia una correlazione negativa tra *proxy access* e *shareholder wealth* A.C. AKYOL, W.F. LIM, P. VERWIJMEREN, *Shareholders in the Boardroom: Wealth Effects of the SEC's Rule to Facilitate Director Nominations*, in *J. Fin. & Quant. Analysis*, 2012, vol. 47, n. 5, 1029 ss.

<sup>876</sup> J.F. ATWOOD, *Pending D.C. Circuit Decision on Proxy Access Discussed at D.C. Bar Program*, in *SEC No - Action Letter Weekly*, 21 marzo 2011, vol. 17, n. 12, 1 s: «[t]he SEC adopted the proxy access rules in August 2010 and in late September the Business Roundtable filed its petition seeking to vacate new Rule 14a-11. In early October, the SEC issued a stay of the proxy access rules pending resolution of the case. Amy Goodman of Gibson, Dunn & Crutcher, the firm representing the Business Roundtable, said that the organization challenged the rules on a number of grounds, one of which was that the SEC's cost-benefit analysis was flawed. The Commission just said what others thought the costs of proxy access would be, and shrank from its obligation to do its own analysis, she said. Goodman noted that the SEC has had several rulings overturned in recent years based on a cost-benefits analysis argument»).

<sup>877</sup> Al fine di diminuire l'impatto dei costi del meccanismo, si suggeriscono anche modalità alternative (c.d. "e-proxy" rules), *Shareholder Choice Regarding Proxy Materials, Exchange Act Release No. 56, 135, Investment Company Act Release No. 27, 911, 72 Fed. Reg. 42, 222* (1 agosto 2007) e J.N. GORDON, *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2008, vol. 61, n. 2, 475 ss., a 487-489.

<sup>878</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule, cit.*, il quale sottolinea come «independently from the merits of the decision, it is interesting that the SEC did not appeal the decision»; G.M. HAYDEN, M.T. BODIE, *The Bizarre Law and Economics of Business Roundtable v. SEC*, in *J. Corp. Law*, 2012, vol. 38, n. 1, 101 ss., che contiene una utile ricostruzione storica della questione del *proxy access*, dal 1942 alla vicenda *Business Roundtable v. Sec* («[i]n 2010, SEC finally passed Rule 14a-11, which would have required corporations to put shareholder-nominated candidates on the company's own proxy ballot (as long as certain conditions were met). Less than a year after its passage, however, the US Court of Appeals for the D.C. Circuit struck down the law, holding that the SEC violated the Administrative Procedure Act by failing to consider the rule's costs and benefits adequately. According to the court, the SEC's failure was so egregious that the Commission's decision to promulgate Rule 14a-11 was arbitrary and capricious. Other commentators have noted that the D.C. Circuit's opinion rests on an extremely muscular version of judicial review – one that contravenes the traditional deference to administrative authority. The authors' concern, however, is with the court's misapplication of law and economics principles. The court's reasoning in *Business Roundtable* rests on flawed empirical and theoretical conclusions about proxy access and corporate governance»); B. BECKER, D. BERGSTRESSER, G. SUBRAMANIAN, *Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable Challenge*, NBER Working Paper Series, febbraio 2012, ove gli AA. hanno utilizzato il dibattito generato dalla *Business Roundtable* in guisa di un esperimento naturale, atto a provare, ancora una volta, come i mercati valutino positivamente il meccanismo dello *shareholder access*, come implementato nella disposizione *de quo*; S.L. PARKER, *The Folly of Rule 14a-11: Business Roundtable v. SEC and the Commission's next Step*, in *American Univ. Law Rev.*, 2012, vol. 61, n. 3, 715 ss., ove l'A. conclude la propria trattazione suggerendo la necessità di focalizzare la propria attenzione su progetti e problematiche, quali la sorveglianza rispetto al mercato, a 728); *Judges Question U.S. SEC Over Proxy Access Costs*, in *Reuters Hedgeworld*, 7 aprile 2011. A difesa del *proxy access*, per tutti, J.W. VERRET, *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd-Frank*, in *J. Corp. Law*, 2011, vol. 36, n. 2, 391 ss., interessante

A rimanere inalterata, tuttavia, è stata la (seppur più tenue) *Rule 14a-8*<sup>879</sup>, in cui viene chiarito come gli azionisti abbiano *facoltà* di proporre, attraverso il sistema *proxy*, una disciplina statutaria che autorizzi l'utilizzo del meccanismo di *proxy access* nelle elezioni degli amministratori. Una differenza tanto sottile quanto profonda, giacché, mentre la regola oggetto di invalidità permette di nominare alcuni amministratori, a determinate condizioni, la regola non invalida permette solo di *avviare* un meccanismo contrattuale che renderebbe possibile il medesimo risultato<sup>880</sup>, senza garanzia alcuna.

Nonostante il suo incerto avvio, il *proxy access* ha visto una rapida crescita nell'utilizzo (anche da parte di *Microsoft, Monsanto, Philip Morris, Prudential, Rite Aid, Whole Foods*)<sup>881</sup> mediante *opt-in*, una

---

in quanto si interroga sul modo in cui i Consigli di amministrazione si avvarranno del sistema del *proxy access* ed in cui evolverà il ruolo del Delaware quale arbitro delle relazioni tra azionisti e *manager* nel nuovo contesto.

<sup>879</sup> M.D. HARTMANN, *Shareholder Activism: Benefits and Drawbacks*, *Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*; Bd. 43, PL Academic Research, Frankfurt am Main-New York, 2014, spec. 5-18.

<sup>880</sup> «It might sound like a tongue twister, but the first rule allowed immediately proposing a marriage, the second one only allows proposing a system to make a marriage proposal», M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule*, *cit.*

<sup>881</sup> Cfr. M.S. GERBER, *Proxy Access. Highlights of the 2017 Proxy Season*, 20 giugno 2017, consultabile all'indirizzo [www.skadden.com/insights/publications/2017/06/insights-articles-june-2017/proxy-access-highlights-2017-proxy-season](http://www.skadden.com/insights/publications/2017/06/insights-articles-june-2017/proxy-access-highlights-2017-proxy-season) («Investor interest in proxy access remains strong — as evidenced by shareholder proposal voting results (described below). In all likelihood, most of the companies adopting proxy access in the second half of 2017 and into 2018 will be large-cap companies, and the percentage of S&P 500 companies with proxy access will likely exceed 75 or 80 percent by early 2018. As has been the case with other corporate governance changes institutional investors have sought (e.g., board declassification and majority voting in director elections), the rate of adoption often slows with respect to the last 10-20 percent of S&P 500 companies, and with mid- and small-cap companies.») e GIBSON DUNN, *Shareholder Proposal Developments During the 2017 Proxy Season*, 19 giugno 2017, consultabile all'indirizzo [www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2017-proxy-season/](http://www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2017-proxy-season/) («Although proxy access was the second most common shareholder proposal topic in 2017, the spotlight has waned on this issue as proxy access has become the majority practice in the S&P 500 (over 60% have adopted as of the end of the 2017 proxy season). [...] After two years of growing pains, proxy access has become the latest widely-accepted governance change among large-cap companies, following in the footsteps of previous shareholder-advocated governance changes, such as the replacement of plurality with majority voting in uncontested director elections and the declassification of boards. Likewise, the core provisions in proxy access bylaws are now settled (i.e., ownership of 3% of a company's shares for at least three years, and the right to nominate up to 20% of the board by a shareholder or group of up to 20 shareholders). Approximately 112 proxy access proposals were submitted for 2017 meetings, representing significantly fewer than the 201 proposals submitted for 2016 meetings and only slightly more than the 108 proposals submitted for 2015 meetings. Of the 112 proxy access proposals, 59 proposals requested the adoption of a proxy access bylaw ("adopt proxy access proposals") and 53 proposals requested amendments to an existing proxy access bylaw ("amend proxy access proposals"). Thirty-four of the adopt proxy access proposals and nearly all of the amend proxy access proposals were submitted by John Chevedden (in his own capacity and on behalf of others), while an additional 18 adopt proxy access proposals were submitted by the New York City Comptroller. The 18 adopt proxy access proposals voted on received average support of 63.1% of votes cast, while the 20 amend proxy access proposals voted on received average support of 28.5% of votes cast. A total of 13 proxy access proposals (all adopt proxy access proposals) received a majority of votes cast. ISS recommended that shareholders vote "for" all of the proxy access proposals voted on in 2017 and "for" all but one of the proxy access proposals voted on in 2016. The main proxy access development in 2017 related to proposals seeking to amend an existing proxy access bylaw to increase the number of shareholders permitted to constitute a nominating group. The Staff generally agreed with companies that they could exclude these proposals as substantially implemented, provided that the no-action request demonstrated how the existing aggregation limit achieved the proposal's goal of providing a meaningful proxy access right.»). In ragione di tale successo, il *Council of Institutional Investors* ha inteso aggiornare il suo precedente *report*, COUNCIL OF

volta ottenuto il consenso dell'assemblea, di investitori istituzionali e *management* o anche preventivamente da parte dell'organo esecutivo<sup>882</sup>. Gli statuti, nei fatti, hanno realizzato un meccanismo molto simile a quello inizialmente previsto dalla SEC: in realtà, per poter inserire nominativi nella lista (e, precisamente, proporre un quinto dei nominativi degli eligendi amministratori) era necessario che un gruppo di azionisti coalizzati a tal fine fosse al più pari a 20 e gli stessi fossero da almeno tre anni in possesso del 3% delle azioni della società<sup>883</sup>.

Un primo (e sinora unico) tentativo di utilizzo concreto della norma per la nomina di consiglieri si è verificato con il caso “Gabelli Funds - National Fuel Gas”<sup>884</sup>, in cui la proposta concreta di nominativi, avanzata il 9 novembre 2016, e in favore dell'amministratore Lance Bakrow, è stata ritirata da parte di Mario Gabelli e GAMCO Asset Management Inc. a causa di asserita violazione dello statuto sociale. Quest'ultimo, infatti, prevedeva che la proposta potesse provenire da soli investitori “passivi”, non volti ad influenzare o (*a fortiori*) alterare la *governance* della società<sup>885</sup>. Nel caso di specie, invece, pare evidente che Gabelli sia propenso a realizzare una differente finalità, cioè un vero e proprio *spin-off* di cui si ha prova sia nei comunicati stampa (Mr Gabelli believes that his nominee could bring a new approach in the corporation, since “the board still needs an infusion of fresh thinking”<sup>886</sup>) sia nelle intenzioni espresse («Mr. Gabelli continues to hold the view that the company should be split up with the pieces spun off and continues to ask why a spin-off is not being considered by the company's board of directors [...]. Mr. Gabelli's statements continue to reflect GAMCO's desire to influence management on matters of control and do not disavow earlier support for splitting up the company's business»<sup>887</sup>) sia nell'utilizzo del *Form 13-D*, anziché *13-G*, manifestando così l'intenzione di stravolgere l'assetto societario<sup>888</sup>.

---

INSTITUTIONAL INVESTORS', *Proxy Access: Best Practices 2017*, 1 luglio 2017, consultabile all'indirizzo [www.cii.org/files/publications/misc/Proxy\\_Access\\_2017\\_FINAL.pdf](http://www.cii.org/files/publications/misc/Proxy_Access_2017_FINAL.pdf).

<sup>882</sup> J.S. LUBLIN, *Investors Gain Greater Clout over Boards*, in *Wall Street J.*, 11 gennaio 2016. Ad incoraggiare l'adozione del *proxy access* anche BlackRock (BLACKROCK, *2017 Proxy Statement*, 25 maggio 2017, a 4 e BLACKROCK, *Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities*, febbraio 2018, che in genere supporta «market-standardized proxy access proposals, which allow a shareholder (or group of up to 20 shareholders) holding 3% of a company's outstanding shares for at least three years the right to nominate the greater of up to two directors or 20% of the board. BlackRock will generally oppose shareholder proposals requesting outlier thresholds where a 3/3/20/20 provision exists»), mentre ISS (ISS, *U.S. Proxy Voting Policies and Procedures (Excluding Compensation-Related. Frequently Asked Question*, 24 febbraio 2017) è incline a valutare il caso in base alle peculiari esigenze della società, considerando *ownership threshold* (superiori al 3%), *ownership duration* (superiori a tre anni), *aggregation limits* (al di sotto dei venti azionisti) e *cap* sulle nomine (al di sotto del 20% del Board).

<sup>883</sup> Detto requisito può essere altresì soddisfatto mediante una loro unione, ma essi non possono superare il numero di 20.

<sup>884</sup> Gabelli Funds possiede infatti circa il 7,8% delle azioni National Fuel. Cfr. la documentazione SEC; C. POSNER, *Proxy Access Test Drive Hits a Wall*, in *Harvard Law School Forum*, 2 dicembre 2016 e ROPES & GRAY, *Recent Proxy Access Developments*, 14 novembre 2016.

<sup>885</sup> Sul tema del voto da parte di fondi passivi, v. anche D. SHAPIRO LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting. University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 829*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2992046](http://ssrn.com/abstract=2992046); in *J. Corp. Law*, 2017, in corso di pubblicazione.

<sup>886</sup> A. GERUT, *How Mario Gabelli Became the First to Use Proxy Access*, in *Agenda*, 14 novembre 2016.

<sup>887</sup> B. HOLLAND, *National Fuel thwarts activist investor Gabelli's bid to fill board seat*, in *SNL Energy Daily Gas Report*, 30 novembre 2016.

<sup>888</sup> «National Fuel said Gabelli's use of Form 13-D [to be filed if it has acquired or holds the securities with a purpose or effect of changing of influencing control of the issuer, or in connection with or as a participant in any transaction having that purpose or effect, see 17 CFR % 240.13d-1(e)] to inform the company was evidence

La circostanza verificatasi presenta molteplici spunti di riflessione, nonché aspetti controversi che pare il caso di rammentare<sup>889</sup>. Si discute infatti di: appropriatezza del meccanismo rispetto a modalità di calcolo delle partecipazioni di fondi diversi sotto un unico gestore (SGR/*Fund Manager*), limite all'aggregazione di azionisti fissato per accedere alla delega, ricandidatura di soggetti che non abbiano ottenuto date percentuali di voto, azioni detenute in assenza di piena proprietà, sistemi che consentono una libera individuazione degli amministratori da parte degli azionisti (c.d. *Universal Proxy Ballot*<sup>890</sup>) e escludibilità della proposta *ex Rule 14a-8(i)(10)*, allorquando la stessa sia stata “*substantially implemented*” dalla società<sup>891</sup>.

Sin qui gli strumenti. Ora, certi del fatto che l'interesse del mercato a sottrarsi alla “dittatura del CEO” è forte<sup>892</sup>, l'implementazione, ovvero l'effettivo utilizzo di tale strumento ai fini della nomina degli amministratori, è paragonabile ad una pistola con colpo in canna.<sup>893</sup>

---

that Gabelli wants a change of control at the integrated gas company. The type of SEC form is used to notify a company of significant share purchases by investors who intend to make their opinions heard by management, as compared to the more routine Form 13-G, which updates the size of a significant investor's stake», B. HOLLAND, *op. cit.*

<sup>889</sup> M. VENTORUZZO, *Panoramica comparata*, in *Amministratori indipendenti e di minoranza*, Convegno tenutosi presso Assogestioni, in Milano, il 27 marzo 2017.

<sup>890</sup> A. ACKERMAN, D. BENOIT, *SEC Chief Tilts Again to Activists; Mary Jo White outlines change that would make it easier for shareholders to vote on board candidates offered by investors*, in *Wall Street J*, 25 giugno 2015.

<sup>891</sup> Nel marzo 2015, *General Electric* ha potuto escludere la proposta, in quanto la medesima era stata “*substantially implemented*” da parte della società (GE No-action Letter (3 marzo 2015)): la *Rule 14a-8(i)(10)* era stata infatti inserita con lo scopo di evitare che gli azionisti fossero chiamati a riconsiderare questioni già approvate dal *management* («to avoid the possibility of shareholders having to consider matters which already have been favorably acted upon by the management.») (*Exchange Act Release No. 12598* (July 7, 1976)).

<sup>892</sup> Il paragone è suggerito da M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: “Voto di lista” or U.S. Proxy Access Rule*, *cit.*: «[t]he gun, so to speak, is loaded, but it has not really shot yet [...] [I]t is like if [in Italy] many corporations are subject to list voting, but minorities appoint no directors». Quanto alle potenzialità dello strumento, la *Business Roundtable* suggerisce di compiere un esperimento naturale volto a misurare il valore del *proxy access*. La sfida è raccolta e i risultati inducono a ritenere che «[i]f proxy access became the norm, then the negative effects on director recruitment would be diminished. But if instead proxy access did not proliferate, then the negative effects on director recruitment may be significant, and companies might reasonably reject proxy access in order to attract qualified individuals to serve on their boards. Ultimately, this question cannot be resolved at the level of theory and will depend on our experience with a company-by-company approach over the next few years» (B. BECKER, D. BERGSTRESSER, G. SUBRAMANIAN, *Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable's Challenge*, in *J. Law & Econ.*, 2013, vol. 56, n. 1, 127-160, a 157).

<sup>893</sup> M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: “Voto di lista” or U.S. Proxy Access Rule*, *cit.* L'A. ne individua alcune ragioni: tra esse, l'estrema frammentazione dell'azionariato; il trattamento non particolarmente favorevole rispetto agli investitori istituzionali; la convinzione che, a dispetto della facoltà concessa, risulti estremamente difficile per parte dei proponenti veder eletto il proprio candidato.

### **3.1.1. Amministratori indipendenti.**

Elemento di primario interesse nella trattazione, nel collegamento tra la disciplina del voto di lista e dell'autodisciplina, come già asserito, è costituito dalla figura degli amministratori indipendenti. Di qui, l'esigenza di inquadrare tale ruolo anche nel contesto statunitense,<sup>894</sup> ove gli amministratori indipendenti sono stati efficacemente considerati caratteristica distintiva del modello di *Board 2.0*<sup>895</sup>. La loro posizione, non influenzabile dal *management*,<sup>896</sup> li renderebbe invero capaci di garantire la gestione *nell'interesse* degli azionisti<sup>897</sup>, così supplendo alla loro apatia razionale. Nel definire la nozione di "indipendente", occorre però compiere una preliminare ed essenziale precisazione: gli amministratori indipendenti negli Stati Uniti sono intesi come indipendenti dal *management*, ma non dagli azionisti di maggioranza. Tale definizione è sicuramente estendibile anche al Codice di Autodisciplina inglese nella sua prima versione, successivamente evolutasi in una diversa direzione<sup>898</sup>, maggiormente allineata a quella dei Paesi con azionariato prevalentemente concentrato, ove – benché con differenze marcate tra le varie realtà nazionali<sup>899</sup> – l'indipendenza deve essere essenzialmente intesa rispetto al socio di controllo. Nonostante ciò, anche in detto contesto, è possibile tanto analizzare l'ambito in cui l'amministratore agisce e le relative modalità quanto enucleare cause di incompatibilità molteplici,

---

<sup>894</sup> Per tutti, J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2000: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Rev.*, 2007, vol. 59, n. 6, 1465 ss.

<sup>895</sup> R.J. GILSON, J.N. GORDON, *Board 3.0*, 2018, in corso di pubblicazione.

<sup>896</sup> W.W. BRATTON, M.L. WACHTER, *The Case against Shareholder Empowerment*, in *Univ. Penn. Law. Rev.*, 2010, vol. 158, 653 ss., a 678.

<sup>897</sup> R.J. GILSON, R. KRAAKMAN, *Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Rev.*, 1991, vol. 43, n. 4, 863 ss.

<sup>898</sup> «Since [the genesis of the independent directors] the primary function of independent directors in American corporate governance has been clear: to monitor management on behalf of dispersed shareholders, who are hindered by collective action problems from monitoring management themselves. This managerial-monitoring function is at the core of the American corporate governance model, which for decades has been focused on solving the primary governance problem in companies with dispersed shareholders: functionally autonomous managers taking advantage of their unchecked power to enrich themselves at the expense of dispersed shareholders. [...] It is well recognized that the US and UK share the unique distinction of having a high proportion of listed companies with dispersed shareholders. As such, it is understandable that the original definition of 'independence' in the UK Code focused on ensuring that independent directors were independent from the company's management without any restriction on significant shareholders qualifying as independent directors – wholly embracing the American managerial-monitoring concept of the independent director. [...] In this context, UK-US comparisons of the independent director are ore akin to 'twins separated at birth'. [...] This is not to suggest that the UK independent director has *remained* true to its American origins. The American-style definition of independence in the inaugural UK Code was amended in 2003 to require independent directors to be independent from both the management *and* significant shareholders. The UK also amended its rules in 2014 for electing independent directors in premium-listed companies with controlling shareholders to give minority shareholders a non-binding vote over their election – aiming to make independent directors a more effective mechanism for monitoring controlling shareholder. [...] The mandatory approach of regulating independent directors in the US contrasts sharply with the UK's hallmark 'comply or explain' regulatory regime [...]» (D.W. PUCHNIAK, K.S. KIM, *Varieties of Independent Directors in Asia: A Taxonomy*, in *Independent Directors in Asia: a Historical, Contextual and Comparative Approach*, a cura di D.W. Puchniak, H. Baum e L. Nottage, Cambridge University Press, Cambridge, 2017, 89 ss., a 97-100).

<sup>899</sup> D.W. PUCHNIAK, K.S. KIM, *op. cit.*, a 97 («[A] monolithic label obscures the reality that jurisdictional differences in the form and function of 'independent directors' [...] may be significant»).

come riportano sia le norme di legge sia i *listing standards*, emanati dalle *self-regulatory organization* (SRO)<sup>900</sup>.

Nel regolamento di Borsa del NYSE, la richiamata §303A.02 precisa la nozione di indipendenza, che a propria volta individua criteri più severi e rigorosi che identificano i rapporti ritenuti fonte di conflitti di interesse, identifica la sussistenza di *material relationship* eventualmente tale da obnubilare il giudizio di un determinato amministratore, ed è accompagnata dall'imposizione di una struttura interna secondo una articolazione mediante *committees*. Pur rispettando gli specifici requisiti, si ritiene il Consiglio debba considerare gli amministratori come indipendenti se non vi sia *de facto* una relazione materiale che dia prova della dipendenza<sup>901</sup>.

Nella giurisprudenza del Delaware non è, invece, possibile individuare una simile nozione unitaria, in quanto i giudici valutano l'indipendenza di un amministratore solo *ex post*<sup>902</sup>, ritenendo indipendente un amministratore che abbia fondato la propria decisione solo sul merito della questione piuttosto che su considerazioni o influenze esterne<sup>903</sup>. I fattori da considerare nell'ambito del *contextual approach*<sup>904</sup> sono molteplici<sup>905</sup>, e tali da non poter semplificare la questione compiendo una valutazione secondo una *bright line rule* determinabile *ex ante*.

Un amministratore indipendente ai sensi delle disposizioni del *New York Stock Exchange* potrebbe dunque non esserlo ai sensi delle disposizioni del Delaware, e viceversa, come accaduto rispettivamente nei casi *Yucaipa American Alliance Fund II v. Riggio*<sup>906</sup> e *Teamsters Union 25 Health Servs. & Ins. Plan v. Baiera*<sup>907</sup>. Pur tuttavia, la flessibilità dello *standard* non ne comporta l'indeterminatezza, giacché il piano normativo federale e statale interagiscono reciprocamente, pur essendo le valutazioni differenti sotto un profilo qualitativo, in quanto l'indipendenza deve essere affermata in corrispondenza del possesso dei requisiti secondo le determinazioni dei *listing standards* e del conflitto secondo le determinazioni statali.

Recentemente, una nuova interessante posizione dottrinale ha suggerito cautela nella considerazione del ruolo di tali amministratori, in quanto asimmetrie informative o divergenze di opinioni potrebbero impedire una efficace trasmissione del piano imprenditoriale (c.d. *idiosyncratic vision*) per parte del soggetto che ricopre una posizione di controllo rispetto agli investitori e

---

<sup>900</sup> Sul rilievo dei *listing standards*, R.S. THOMAS, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di G. De Geest, Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, MA, 2012, capitolo 7. Preme sottolineare come, sebbene i poteri della SEC non implicino un controllo sostanziale sulle previsioni adottate (v. SEC, § 19(b)(2)(c)(i), 15 USC §78s), la Commissione eserciti nei fatti un ruolo di primario rilievo, noto come “*regulation by raised eyebrow*”.

<sup>901</sup> Recentissimo, in materia, il caso Tesla, i cui profili di indipendenza vengono tracciati, con riferimento anche al *proxy statement* della società, in S. BAINBRIDGE, *Is Tesla's board adequately independent?*, 12 aprile 2017.

<sup>902</sup> U. RODRIGUES, *The Fetishization of Independence*, in *J. Corp. Law*, 2008, vol. 33, n. 2, 447 ss. e, recentemente, *Sandys v. Pincus*, No. 157, 2016 (Del. Dec. 5, 2016); E.B. MICHELETTI, E.P. WELCH, *Delaware Supreme Court Rules on Director Independence*.

<sup>903</sup> *Beam ex rel. Martha Stewart Living v. Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004), 1049 e relativa nota di R.L. RUSSELL, *Mere personal friendship, standing alone, is insufficient to raise a reasonable doubt regarding a director's independence*, in *Transactions: Tenn. J. Bus. Law*, 2005, vol. 6, n. 2, 496 ss.

<sup>904</sup> *In re Oracle Corp. Deriv. Litig.*, 824 A.2d 917 (Del. 2003), 942.

<sup>905</sup> *In re Oracle Corp. Deriv. Litig.*, 824 A.2d 917 (Del. 2003), 937.

<sup>906</sup> *Yucaipa American Alliance Fund II v. Riggio*, 1 A.3d 310 (Del. Ch. Aug. 11, 2010), 315.

<sup>907</sup> *Teamsters Union 25 Health Servs. & Ins. Plan v. Baiera*, 119 A.3d 44 (Del. Ch. July 13, 2015).

sinanco ad amministratori scettici rispetto alla stessa. Di qui, l'esigenza di bilanciare correttamente i diritti dell'azionista che detiene il controllo della società e la protezione delle minoranze.<sup>908</sup>

### **3.1.2. Valutazioni d'opportunità.**

Il meccanismo del *proxy access*, così come regolamentato nel 2010<sup>909</sup>, e così come sta progressivamente trovando spazio nella realtà del diritto societario statunitense<sup>910</sup>, presenta al contempo aspetti favorevoli e contrari.

In una prospettiva squisitamente giuridica, il meccanismo (i) palesa una (forse non del tutto proporzionata) fiducia rispetto alle dinamiche contrattuali e statutarie, (ii) prevede un requisito quantitativo ancor troppo *demanding* al fine di accedere alle deleghe e ancor troppo oneroso (soprattutto laddove il voto cumulato non sia statutariamente previsto dalla società) al fine di promuovere candidati aventi ragionevoli probabilità di essere eletti; (iii) patisce le conseguenze di una regolamentazione federale probabilmente non sempre all'altezza del tenore degli interventi che le sarebbero richiesti, in costante tensione ed equilibrio rispetto ai legislatori dei singoli Stati.

Dal punto di vista della teoria economica, alcuni ritengono che la questione debba essere ricondotta alle basi del c.d. *corporate suffrage*<sup>911</sup>, della *corporate democracy*; mentre, dal punto di vista pratico, la voce degli azionisti nel processo di nomina e di elezione degli amministratori è efficiente in quanto rende gli amministratori più attenti agli interessi degli azionisti medesimi<sup>912</sup> e permette di evitare fenomeni di *entrenchment*<sup>913</sup>. Rileva peraltro come i suoi costi siano decisamente inferiori rispetto a quelli del tradizionale *proxy contest*, poiché, in tal modo, verrebbero ridotti i materiali prodotti e, in ultima analisi, la partecipazione degli azionisti nella gestione delle società ad azionariato diffuso verrebbe incoraggiata significativamente<sup>914</sup>.

---

<sup>908</sup> Z. GOSHEN, A. HAMDANI, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *Yale Law J.*, 2016, vol. 125, 560 ss., 600-601, i quali conclusivamente affermano che l'azionista controllante dovrebbe perlomeno avere il potere di nominare la maggioranza del consiglio di amministrazione, che, quindi, avrebbe il potere di nominare il CEO e gli altri membri dell'organo gestorio.

<sup>909</sup> Con il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, I Congresso ha autorizzato la SEC a formulare la regola sul *proxy access*, effettivamente elaborata poi nell'agosto del medesimo anno con il documento.

<sup>910</sup> A conferma di ciò, si rammenta come metà delle società incluse nel gruppo S&P 500 abbiano ora adottato tale meccanismo. V. SIDLEY CORPORATE GOVERNANCE REPORT, *Proxy Access Reaches the Tipping Point: Adopted by Just Over 50% (251) of S&P 500 Companies as of December 31, 2016*, 3 gennaio 2017, [www.sidley.com/~media/update-pdfs/2016/12/proxy-access-corporate-governance-report-december-2016.pdf](http://www.sidley.com/~media/update-pdfs/2016/12/proxy-access-corporate-governance-report-december-2016.pdf) e, in particolare, allegato A.

<sup>911</sup> M.A. EISENBERG, *Access to the Corporate Proxy Machinery*, in *Harv. Law Rev.*, 1970, vol. 83, 1489 ss.

<sup>912</sup> L.A. STOUT, *On the Proper Motives of Corporate Directors (or, Why don't you Want to Invite Homo Economicus to Join our Board)*, in *Delaware J. Corp. Law.*, 2003, vol. 28, n. 1, 1 ss.

<sup>913</sup> L.A. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, cit., 675 e SPEECH BY SEC COMMISSIONER CYNTHIA A. GLASSMAN, *Issues Surrounding The SEC's Shareholder Access Proposal*, Washington, D.C., 8 marzo 2004: «[a] closed nomination process dominated by powerful CEOs, and entrenched directors, led to an unhealthy coziness in some instances between the ostensibly independent directors and the executives whose performance they were supposed to oversee. When the board acts as a rubber-stamp for management, it does not necessarily act in the best interest of shareholders. The access proposal is a natural response to the perception among some shareholders that the nomination process is not serving their interests».

<sup>914</sup> Una posizione decisamente favorevole è quella espressa da parte del *Council of Institutional Investors*.

Al contempo, a livello teorico, i critici sostengono l'adozione di un simile meccanismo rappresenti un attacco al sistema di *governance* “*board-centered*” delle società americane, che ha sinora condotto allo sviluppo dell'intera economia americana, così creando una struttura decisionale potenzialmente dannosa per la “*Chief Economic Virtue of the Public Corporation*”<sup>915</sup>, scoraggiando investimenti c.d. *firm-specific* e distruggendo conseguentemente uno dei pilastri del moderno governo societario<sup>916</sup>. Parallelemente, sotto il profilo politico, si assiste alla “balcanizzazione” dei Consigli di amministrazione<sup>917</sup>, una diminuzione marcata della capacità di incidere effettivamente rispetto alle decisioni societarie in ragione della presenza di uno “*splinter director*”, che potenzialmente comporti fratture nella atmosfera collegiale e danneggi l'abilità di comunicare tra i membri, come pure di discutere in modo aperto e sereno alcune principali *policies*<sup>918</sup>. Inoltre, i loro obiettivi politici e sociali potrebbero essere non perfettamente allineati alle miopi esigenze di massimizzazione dei profitti, in quanto posti a tutela di obiettivi differenti del governo societario. Quanto ai costi, esso potrebbe trasformare qualsiasi elezione in un vero e proprio *proxy contest*, nonché comportare un aumento dei costi persino irragionevole laddove venissero inviati nominativi “frivoli”<sup>919</sup>. Infine, un'ultima critica mossa al meccanismo in oggetto concerne l'effetto potenzialmente negativo che detto sistema avrebbe rispetto agli amministratori più qualificati, i quali preferirebbero non candidarsi a tali elezioni al fine di diminuire i potenziali problemi reputazionali che ne deriverebbero<sup>920</sup>, ovvero in ragione di una marcata prudenza e cautela nella *performance* dei loro obblighi.

Empiricamente, si è di recente dimostrato come l'effetto derivato dalla introduzione del *proxy access* sia, in linea generale, piuttosto debole, tranne nel caso in cui le società siano di dimensioni particolarmente ampie o particolarmente ridotte<sup>921</sup>. Non solo: la sua presenza non genera un impatto (i) significativo se le società presentano un numero irrisorio di (o non presentano) misure anti-scalata; (ii) significativamente negativo rispetto al generale benessere economico degli azionisti; (iii) significativamente negativo rispetto al valore delle società di

---

<sup>915</sup> S.M. BAINBRIDGE, *A Comment on the SEC Shareholder Access Proposal*, UCLA School of Law, *Law & Econ. Research Paper No. 03-22*, 14, e, nello stesso senso, più di recente, S.M. BAINBRIDGE, *Does proxy access matter?*, 13 gennaio 2016.

<sup>916</sup> M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A team production theory of corporate law*, in *Virginia Law Rev.*, 1999, vol. 85, n. 2, 247 ss.

<sup>917</sup> M. LIPTON *et al.*, *Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors (File No. S7- 17-07): Shareholder Proposals (File No. S7-16-07)*, indirizzata a Ms. N.M. MORRIS, in particolare “*Impact on director recruiting and risk aversion*”, a 10. V. anche P.S. ATKINS, *Remarks at Open Meeting Regarding Shareholder Access Proposal*, 8 ottobre 2003: «[t]he other side of me — call it the pragmatist or the paranoid side — can recognize the fears expressed by many that allowing untrammelled shareholder access to the company's proxy card with only procedural safeguards might open the floodgates to the special interest groups seeking to hold a company hostage until their pet “stakeholder” issues are addressed».

<sup>918</sup> M. LIPTON, S.A. ROSENBLUM, *Election Contests in the Company's Proxy: an Idea Whose Time has Not Come*, in *Business Lawyer*, 2003, vol. 59, n. 1, 67 ss., a 81.

<sup>919</sup> Per tutti, R. ROMANO, *Less is more: Making Institutional Investor Activism a Valuable Mechanism OF Corporate Governance*, *cit.*, in particolare a 242 ss.

<sup>920</sup> M. LIPTON *et al.*, *Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors (File No. S7- 17-07)*, *cit.*, a 12.

<sup>921</sup> Empiricamente è peraltro stato dimostrato come l'ipotesi di Consigli di dimensioni ridotte risulti particolarmente efficace, in quanto la relazione tra il *Tobin-Q* e la dimensione del Consiglio è “ad U”. Sul punto, sia consentito rinviare alla disamina condotta da J.L. COLES, N.D. DANIEL, L. NAVEEN, *Boards: Does one size fit all?*, in *J. Fin. Econ.*, 2008, vol. 87, n. 2, 329 ss.

piccole dimensioni; e la valutazione del valore delle azioni sociali rimane invariata (ovvero aumenta) all'aumentare del numero di investitori potenziali<sup>922</sup>.

Nonostante le criticità da taluni espresse, in forza delle argomentazioni prodotte, pare ragionevole argomentare nel senso di ritenere il *proxy access*<sup>923</sup> tecnica particolarmente efficace in relazione alla nomina degli amministratori in un unico contesto (così risolvendo il problema del c.d. *plurality voting*) e ad un mercato in cui gli investitori istituzionali si distinguono per il proprio grado di evoluzione rispetto a quelli italiani, peraltro a beneficio del (ridotto) contenzioso legato alle azioni di responsabilità che rappresentano il meccanismo d'elezione con cui gli azionisti possono tutelare le proprie ragioni. Una tecnica, dunque, che gli Stati Uniti potrebbero efficacemente implementare.

---

<sup>922</sup> T. JOCHEM, *Essays on Finance and Banking*, Tesi di dottorato discussa presso l'Università di Pittsburgh, 2013, 37-61.

<sup>923</sup> *Rectius*, il *proxy access* unitamente alle correlate disposizioni, quali la mancanza di collegamento tra liste, la soglia di sbarramento richiesta al fine del deposito delle liste e la facoltà di presentazione di una lista anche da parte dell'organo amministrativo uscente.

*A vote is like a rifle: its usefulness depends upon the character of the user.*  
— Theodore Roosevelt

*Even if list voting is less familiar to the American corporate scenery, it offers greater certainty with respect to its impact on the composition of the Board, and for this reason it can be, at the same time, less frightening to controlling groups and more reliable for qualified minorities.*  
— Marco Ventoruzzo<sup>924</sup>

#### 4. PROSPETTIVA ITALIANA: VOTO DI LISTA.

Finalizzata ad enfatizzare l'essenziale rilievo del carattere di indipendenza dell'amministratore, nonché ad affidare un ruolo attivo agli azionisti nella *governance*<sup>925</sup>, coinvolgendoli maggiormente nella vita della società, senza con ciò imporre la presentazione di liste di mero disturbo ovvero di liste non rappresentative<sup>926</sup>, la disciplina del voto di lista rappresenta sicuramente un argomento di interesse crescente, considerate anche le recenti pronunce giurisprudenziali. Essa si colloca in senso assolutamente contiguo rispetto ai già esistenti requisiti che proprio il Codice di Autodisciplina ritiene di primario rilievo<sup>927</sup>, ovvero destinati ad incidere sulla capacità del Consiglio di assumere decisioni e, precisamente, quelli decisionali (formazione, esperienza, professionalità, ...) e personali (onorabilità, etica, genere, correttezza dell'azione amministrativa o *loyalty*)<sup>928</sup>, soffermandosi pure sul profilo procedurale<sup>929</sup>.

<sup>924</sup> M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders in Directors' Elections: a Revolution in the Making*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Egea, Milano, 2011, 699 ss., a 737.

<sup>925</sup> Il «risultato finale che si cerca di perseguire con l'introduzione di questa particolare tecnica di voto è quello di favorire la partecipazione dei rappresentanti dei soci di minoranza alle strutture di governo delle società», sebbene l'affermazione sia in realtà «meno ovvia di quanto potrebbe apparire. Il voto di lista, infatti, anche ove lo si colleghi ad un sistema elettorale proporzionale puro, non implica necessariamente la nomina di rappresentanti della minoranza», (C. MALBERTI, E. SIRONI, *L'adeguamento delle società quotate alla procedura di nomina del consiglio di amministrazione mediante voto di lista: un'analisi empirica*, in *Riv. soc.*, 2008, 724 ss., a 726 e nota 3, ove gli AA. richiamano E. FAZZUTTI, *La nomina dei sindaci nelle società "quotate" (e non)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 26 s.)

<sup>926</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 205 ss.

<sup>927</sup> Tra essi si ritiene di dover includere la c.d. *Board diversity* e, sul tema, per tutti, il numero monografico ad essa dedicato in *Corp. Gov.: an Int'l Rev.*, vol. 23, n. 2, marzo 2015.

<sup>928</sup> Ne ripercorre i tratti, inserendoli nel contesto della disciplina dell'amministrazione degli emittenti, M. STELLA RICHTER jr, *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in AA.VV. *Scritti in onore di G. Laurini*, a cura di D. Falconio, F. Fimmanò, P. Guida, tomo II, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2015, 1971 ss., spec. a 1973.

Come osserva però altro A. (L. ENRIQUES, *The Role of Italian Companies' Boards in the Age of Disruptive Innovation*, Discorso in occasione della *Italian Corporate Governance Conference* tenutasi a Milano il 2 dicembre 2016 (da cui si cita); *Il ruolo dei consigli d'amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impresa società*, 2017, 15 ss.) non è affatto semplice ottenere una combinazione realmente efficace delle caratteristiche di cui si è detto all'interno del *Board*: è una vera e propria sfida, che merita di essere intrapresa e che necessita di modificare il sistema altamente decentralizzato di elezione dei consiglieri, che attualmente è invece lasciato alla sola iniziativa degli azionisti, non facilitando così la formazione di un *plenum* consiliare eterogeneo. Ampio è dunque lo spazio per migliorare le prassi di *governance* ed affinare il contenuto del Codice di Autodisciplina, favorendo quindi i *desiderata* degli investitori istituzionali e, in generale, contaminando lo stesso con il risultato

«[S]istema unico nel panorama comparato, che ha dato buona prova di sé», sistema funzionale ad assicurare una proporzionalità nella composizione degli organi di governo della società, strumento interessante al fine di contenere gli *agency costs* e di affinare il bilanciamento tra interessi differenti, soprattutto in presenza di società con proprietà concentrata, il fenomeno del voto di lista conduce a risultati singolari, su cui occorrere riflettere<sup>930</sup>.

Tenendo a mente la struttura del sistema americano, si deve rammentare – ancora una volta, ed anche in questo contesto<sup>931</sup> – come ciò non debba indurre ad un “trapianto”<sup>932</sup> del sistema americano in Italia<sup>933</sup> né del sistema italiano negli *States*. Laddove si procedesse in tal senso, fermo restando che ciò non appare affatto necessario, il sistema diverrebbe irragionevolmente complesso, potendo essere raggiunto lo stesso risultato mediante modifiche statutarie volte ad incrementare la percentuale degli amministratori nominati dalla minoranza<sup>934</sup>.

---

delle molteplici esperienze condotte. Scrive infatti il citato A.: «[t]his is an area where the Corporate Governance Code, which, incidentally, would greatly profit from a redraft to make it more readable, has to catch up with Italian companies' best practices; and Italian companies themselves may have quite a lot to learn from international best practices».

<sup>929</sup> M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 938.

<sup>930</sup> M. VENTORUZZO, *Quante sfide per la Consob*, in *Lavoce*, 6 maggio 2016 e, nello stesso senso, ID., *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule*, *cit.*: «its great simplicity and straightforwardness [...] make its possible outcomes reasonably predictable. Is it perfect? No. Could it be improved? Yes».

<sup>931</sup> Ribadiscono l'inadeguatezza di una comparazione miope (e di un *ranking* cieco) tra le norme di giurisdizioni differenti, in presenza di strutture azionarie differenti, L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *The Elusive Quest for Corporate Governance Standards*, in *Univ. Penn. Law Rev.*, 2009, vol. 157, n. 5, 1263 ss.

<sup>932</sup> Cenni di una comparazione dell'istituto rispetto ad altri sistemi, ovvero rispetto a quello statunitense, inglese, francese e tedesco, si rinvencono in M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 19 ss., spec. a 26 ss. In tema di *legal transplants*, sia consentito rinviare all'ampia letteratura: cfr. A. WATSON, *The Birth of "Legal Transplants"*, in *Georgia J. Int'l Comp. Law*, 2013, vol. 41, n. 3, 605 ss.; J. GILLESPIE, *Transplanting Commercial Law Reform*, Burlington, Ashgate, Londra, 2006; G. LEMME, *op. cit.*, 360 e note 6-7; U. MATTEI, *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics*, in *Int'l Rev. Law and Economics*, 1994, vol. 14, n. 1, 3 ss.; E. STEIN, *Uses, Misuses and Nonuses of Comparative Law*, in *Northwestern Univ. School of Law*, 1977, vol. 72, n. 2, 198 ss.; O. KAHN-FREUND, *On Uses and Misuses of Comparative Law*, in *Modern Law Rev.*, 1974, vol. 37, 1 ss.

<sup>933</sup> Sin dal momento in cui il meccanismo del voto di lista è stato introdotto nel nostro ordinamento, alcuni Autori avevano contestato l'irragionevolezza dell'inclusione nel Consiglio di amministrazione di rappresentanti della minoranza, ispirata dalle precedenti esperienze straniere come quella tedesca o statunitense, poiché, per un verso, ciò minerebbe la libertà delle azioni di chi amministra, per altro verso, ciò eviterebbe le disfunzioni che caratterizzano, a livello politico, i governi espressi da più parti. Cfr., sul punto, S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 15; P.G. JAEGER, *Privatizzazioni: «Public Companies»*, *problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 12; ID., *Il diritto di voto ed il ruolo degli azionisti nelle società ad azionariato diffuso*, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, *Atti del Convegno Senato della Repubblica*, 28 settembre 1994; CONSOB, *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, *Quaderni di Finanza*, n. 10, Roma, 1995, 40; A. LANZA, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1971, 1092; T. ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss., a 31.

<sup>934</sup> «[L]egal transplants of alien rules should always be considered with a grain of skepticism. [Rectius, we should force ourselves to resist] the Temptation of Unworkable Transplants», così M. VENTORUZZO, *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule*, *cit.* (corsivo aggiunto). La questione è attentamente affrontata in M. VENTORUZZO, *Les administrateurs nommés par la minorité en droit italien des sociétés cotées*, in *Rev. des sociétés*, 2007, n. 3, 509 ss.

Nell'indagarne i riflessi sulla *governance* societaria, si debbono qui esaminare questioni sistematiche, tra cui: requisiti legali e legittimazione per la presentazione delle liste<sup>935</sup>, collegamento tra liste e legittimità di clausole statutarie peculiari, rapporto con la disciplina della c.d. *record date*, dei patti parasociali e delle offerte pubbliche di acquisto. Tratteggiate poi alcune considerazioni secondo il meccanismo di cui si è detto, si riferisce anche di una importante decisione del Tribunale di Milano, datata 31 luglio 2015, n. 9189<sup>936</sup>.

#### **4.1. Profili di diritto societario.**

Essendo evidente che il libero, non regolato, gioco delle forze costituenti la compagine sociale non riesce a garantire una valida tutela delle minoranze,<sup>937</sup> il legislatore ha risposto all'esigenza di realizzare un efficiente sistema di governo societario mediante l'introduzione dell'obbligo del voto di lista. In altre parole, esso *impone* l'elezione di almeno un amministratore e un sindaco effettivo tra i candidati componenti le liste presentate dalla minoranza,<sup>938</sup> meccanismo che assicura una maggiore rappresentatività delle minoranze nell'organo di gestione,<sup>939</sup> di particolare utilità nelle realtà caratterizzate da azionariato concentrato,<sup>940</sup> capace di realizzare una «efficace soluzione al problema dell'equilibrio tra amministrazione e controllo, riducendo i costi di monitoraggio del *management*»,<sup>941</sup> nonché nelle realtà in cui sono presenti amministratori non esecutivi.<sup>942</sup>

---

<sup>935</sup> Nella recente *Analisi sulla stagione assembleare 2016 per il rinnovo del board nelle società ad elevata capitalizzazione*, a cura di Assonime-Nomisma, è emerso che nel campione delle 27 società quotate (9 appartenenti al FTSE Mib e 18 al Mid Cap) che hanno rinnovato il loro Consiglio di amministrazione/di sorveglianza nel 2016, in sole 8 società è stata presentata una sola lista, mentre nelle altre 19 sono state presentate almeno due liste.

Solo nel 40% delle società quotate ci si avvale della presentazione delle liste: v. M. BELCREDI, S. BOZZI, C. DI NOIA, *Board elections and shareholder activism: The Italian experiment*, in *Boards and shareholders in European listed companies. Facts, context and post-crisis reforms*, a cura di M. Belcredi e G. Ferrarini, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, 250 ss.

<sup>936</sup> Trib. Milano Sez. Specializzata in materia di imprese, 31 luglio 2015; in *Riv. dott. comm.*, 2016, 305, con nota di Pin; in *Giur. it.*, 2015, 2398 ss., con nota di Pollastro.

<sup>937</sup> C. ANGELICI, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 567 ss.

<sup>938</sup> AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2008; AA.VV., *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F.S. Martorano e V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2009; AA.VV., *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, a cura di A. Nigro e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2007; M. NOTARI, M. STELLA RICHTER jr, *Adeguamenti statuari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Soc.*, 2006, 533 ss.; M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, cit.; P. ABBADESSA, *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in *Soc.*, 2005, 280 ss.; M. VIETTI, *La tutela del risparmio e la riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 286 ss.

<sup>939</sup> E. BUFFA DI PERRERO, *Commento sub artt. 147-ter – 147-quinquies TUF*, in *Commentario delle società*, tomo III, a cura di G. Grippo, Milano, 2009, 1932 s.

<sup>940</sup> V., nel contesto italiano, D. VATTERMOLI, *Commento sub art. 1, L. 28 dicembre 2005, n. 262*, in AA.VV., *La tutela del risparmio*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2007, 13 ss.

<sup>941</sup> P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 101. In ottica comparata, operando un efficace parallelismo con i meccanismi correttivi al principio proporzionale puro attivi nel diritto costituzionale statunitense, v. M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders in Directors' Elections*, cit., 699 ss.: «[r]epresentation of minority shareholders on the Board would really, and profoundly, increase the accountability of the Board to a broader

Prima di procedere con la disamina del tema, appare essenziale precisare come il voto di lista e, con esso, la figura dell'amministratore di minoranza abbia visto la luce nella prassi delle società non quotate e, per legge, in quella delle società privatizzate «ben prima che l'amministratore ente facesse la sua apparizione»<sup>943</sup>.

L'introduzione della previsione in parola rappresenta «una scelta politica [del legislatore] che non ha eguali negli altri ordinamenti europei, anche [considerata la] bassa soglia di accesso per le minoranze a siffatta opzione»<sup>944</sup>, tuttavia essa già risulta ammessa sia dal primo comma dell'art. 2368 c.c.<sup>945</sup> sia dal d.L. 31 maggio 1994, n. 332 (l. 30 luglio 1993, n. 474, «Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in

---

constituency of shareholders, and create the internal organizational incentives for greater attention to the protection of interests of all shareholders, including minority shareholders. With an analogy drawn from the realm of politics, a proportional correction would operate a little bit like the Senate versus the House of Representative, granting a stronger voice also to those constituencies that in terms of population (number of shares) would otherwise be condemned to be marginalized. It would significantly prompt shareholders' democracy», a 728.

<sup>942</sup> Sulla base di una attenta ricerca empirica, svolta ad un anno di distanza dall'introduzione del d.lgs. oggetto d'esame, avente ad oggetto 148 società quotate - il 20% delle quali già prevedeva detto meccanismo anche prima della sua formale introduzione con riguardo al Consiglio di amministrazione -, si evidenzia come «la presenza o meno del voto di lista non [sia] influenzata dalle dimensioni dei consigli, [tuttavia] è possibile riscontrare una connessione tra questa tecnica di nomina e la proporzione di amministratori non esecutivi che siedono in questo organo sociale [e, più precisamente,] nelle società in cui il consiglio di amministrazione svolge prevalentemente funzioni non esecutive, vi è una maggiore tendenza a riconoscere che i rappresentanti della minoranza possano sedere nell'organo a cui è affidata la gestione», così in C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. loc. cit.*, a 754.

<sup>943</sup> G. GALATERI DI GENOLA, *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina*, cit., 12, il quale rinvia ai primi scritti sul tema: G. SCALFI, *op. loc. cit.*; S. SCOTTI CAMUZZI, *Il potere di controllo degli amministratori "di minoranza" (membro del comitato esecutivo con "voto consultivo"?)*, in *Riv. soc.*, 1980, 785, cui si aggiunge P. MARCHETTI, *L'indipendenza degli amministratori*, in AA.VV., *La corporate governance e il risparmio gestito*, in *Quaderno Assogestioni*, 2006, 17 ss. e ID., *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di P. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 33 ss. Confronta le due figure, esprimendo una preferenza per la figura dell'amministratore indipendente rispetto a quello di minoranza «per il suo teorico distacco da ogni interesse particolare», P. ABBADESSA, *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2005, I, 538 ss. Sottolinea il collegamento «cruciale» tra la figura degli amministratori di minoranza e l'efficacia della *soft law*, L. ENRIQUES, *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca, impresa, società*, 2003, 97 ss., a 105. Precisa il ruolo delle previsioni dei codici di autodisciplina in materia di indipendenza, S. PROVIDENTI, *Il sistema monistico di amministrazione e controllo*, in AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, cit., 428 ss., e, in relazione alle operazioni con parti correlate, E. PUCCI, *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 352 ss. precisa che le società che dichiarano di avere almeno un consigliere di minoranza siano ora 101, pari al 46% del totale (...), in aumento rispetto agli anni passati (erano 94 nel 2016, 87 nel 2015), ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. Note e studi 2/2018, febbraio 2018, 39.

<sup>944</sup> L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, Utet, Torino, 2011, 598.

<sup>945</sup> Per le società non privatizzate l'introduzione statutaria di tale sistema era sempre possibile (anche *ante* legge sulle privatizzazioni) mediante l'art. 2368, comma 1, c.c. che tuttora legittima l'adozione di «norme particolari» per la nomina degli organi sociali, in deroga al principio maggioritario assoluto. In tal senso, anche M.L. MONTAGNANI, *Commento sub art. 2368 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2005, 139 ss.

società per azioni”<sup>946</sup> sia dal secondo comma dell’art. 148, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, limitatamente all’organo di controllo<sup>947</sup>. Ancor prima, però, la questione era stata dibattuta in corrispondenza con l’entrata in vigore del Codice civile e una previsione statutaria di tale portata era già stata ampiamente ammessa<sup>948</sup>.

L’idea di una rappresentanza delle minoranze azionarie ha infatti da sempre suscitato notevole interesse per parte della dottrina, che così affermava: «merita a mio avviso accoglimento la tendenza, tante volte espressa, a una rappresentanza proporzionale di minoranze qualificate nel collegio sindacale (rappresentanza invece inopportuna nel Consiglio [...] che rappresenta l’esecutivo), collegio sindacale che altrimenti trova nel sistema della sua scelta la negazione di quella funzione di controllo che sarebbe chiamato ad assolvere, ma che non perciò credo doversi abolire o sostituire con “revisori” che poi di fatto [...] non offrirebbero una maggiore garanzia. [...] La minoranza necessaria per nominare un membro del collegio sindacale dovrebbe venir fissata regressivamente in relazione al capitale della società. [...] Il collegio sindacale assumerebbe allora nei confronti degli amministratori che costituirebbero l’“esecutivo”, una funzione “parlamentare” di esponente dell’elettorato riunito in assemblea»<sup>949</sup>. Similmente, altri Autori dimostrano il loro interesse all’introduzione di tale figura, suggerendo l’adozione di una norma che attribuisca ai soci, i quali rinuncino a partecipare alla nomina degli amministratori e raggiungano una data quota di capitale sociale, il potere di nomina di un sindaco, così attribuendo ad essi un potere effettivo (e indipendente) in assemblea, volto a sindacare l’operato del gruppo,

---

<sup>946</sup> Ai sensi dell’art. 4 (“Voto di lista”) le società di cui all’art. 2, ossia controllate direttamente o indirettamente dagli enti pubblici anche territoriali ed economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri pubblici servizi e individuate con provvedimento dell’organo competente, pubblicato per estratto nella Gazzetta Ufficiale, i cui statuti prevedano un limite di possesso azionario, «introducono negli statuti apposita clausola, immodificabile sintanto che permanga la previsione del limite stesso, per l’elezione degli amministratori mediante voto di lista. A tal fine l’assemblea dovrà essere convocata con preavviso da pubblicarsi a norma dell’articolo 2366 del Codice civile non meno di trenta giorni prima di quello fissato per l’adunanza; le liste potranno essere presentate dagli amministratori uscenti o da soci che rappresentino almeno l’uno per cento delle azioni aventi diritto di voto nella assemblea ordinaria e saranno rese pubbliche, rispettivamente, almeno venti e dieci giorni prima dell’adunanza; alle liste di minoranza dovrà essere riservato complessivamente almeno un quinto degli amministratori, con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all’unità superiore. Nelle società di cui al presente articolo un rappresentante del collegio sindacale è riservato alle liste di minoranza». Cfr., F. CHIAPPETTA, *op. cit.*; P. MARCHETTI, *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 102; R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 91 e quanto alla ricostruzione del voto di lista nella legge sulle privatizzazioni, S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 13 ss., ove gli AA. ripercorrono anche le varie posizioni rispetto alla previsione normativa di cui si è detto.

<sup>947</sup> Ciò nonostante, «il voto di lista risultava essere una tecnica di nomina del consiglio di amministrazione abbastanza comune per le società quotate di maggiori dimensioni ed era stata adottata [con riscontri positivi] dal 42% delle società appartenenti all’indice S&P Mib», v. C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. loc. cit.*, 752 ss. Detti rilievi impongono dunque all’attenzione del legislatore l’assoluta necessità di riallineare la disciplina in tema di elezione dei componenti l’organo di amministrazione e di controllo, stante la applicabilità di tale *ratio* tanto all’uno quanto all’altro organo. I dati empirici dimostrano come le minoranze non siano contraddistinte da un marcato attivismo rispetto agli strumenti ad esse fornite dal legislatore e, dunque, come «l’effettivo ricorso al voto di lista [sia] una realtà importante ma tuttora minoritaria sul mercato italiano», v. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (2010), Parte Seconda, L’indagine sul voto di lista*, Roma, marzo 2011, 83.

<sup>948</sup> G. LEMME, *op. cit.*, 360 s. e note 9-10, ove l’A. rinvia a S. SOTGIA, *Osservazioni in tema di nomina alle cariche sociali*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48, II, 119 ss., a 120; in giurisprudenza, App. Bologna, 13 luglio 1950, in *Giur. it.*, 1951, I, 2, 28; *contra* T. ASCARELLI, *op. cit.*

<sup>949</sup> T. ASCARELLI, *op. cit.*, 31 s., ove l’A. esprime le opinioni già presentate in occasione del convegno sulla lotta contro i monopoli organizzato da «Gli Amici del Mondo», tenutosi a Bari nel 1955.

«creando quindi un reale interesse di partecipazione all'assemblea»<sup>950</sup> Dette posizioni trovano eco in alcuni progetti di risistemazione dell'intera disciplina in materia societaria, e precisamente nel progetto di riforma delle società per azioni predisposto nel 1964-1966 dalla commissione presieduta da De Gregorio<sup>951</sup> e nel *Rapporto sulla società aperta* redatto dall'Associazione Disiano Preite<sup>952</sup>. In tempi più recenti, anche Consob (Comunicazione 20 febbraio 1997, n. DAC/RM/97001574)<sup>953</sup> si è espressa apertamente, auspicando che si riservasse nei collegi sindacali delle società emittenti almeno un posto alle minoranze azionarie.

Dal 2015, il Codice di Autodisciplina, che sin dalla versione elaborata nel 2011 presenta la figura degli amministratori indipendenti (art. 3)<sup>954</sup>, riconosce però<sup>955</sup> appieno anche quella degli

<sup>950</sup> G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, a 25. Concorde anche G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 380 s.

<sup>951</sup> In *Riv. soc.*, 1966, 93 ss. («[q]uando i sindaci da nominare sono più di uno, ogni socio vota per il numero di essi meno uno. Se l'atto costitutivo prevede l'esistenza di un solo sindaco effettivo e di un solo sindaco supplente, alla votazione sono ammessi soltanto i soci che hanno votato per gli amministratori nominati nella stessa adunanza assembleare o già in carica. Nell'atto costitutivo possono essere stabilite modalità diverse da quelle ora indicate, purché ugualmente idonee, anche nelle ipotesi previste dagli artt. 2458 e 2459 c.c., a garantire i diritti dei soci di minoranza»).

<sup>952</sup> In *Rapporto sulla società aperta – 100 tesi per la riforma del diritto societario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1997, già in D. PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 549 ss.

<sup>953</sup> P. MARCHETTI, *Le Raccomandazioni Consob in materia di controlli societari: un contributo alla riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 1, a 200. La comunicazione è altresì disponibile sul sito *web* dell'Autorità.

<sup>954</sup> Sul tema, oggetto di quella che è stata definita una vera e propria «litany of empirical studies undertaken over the last 30 years, which employ a wide range of quantitative research methods and statistical analysis» (H. BAUM, *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective. Max Planck Private Law Research Paper No. 16/20*, a 31 (da cui si cita) e in *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach*, cit., 21 ss.), sia consentito rinviare, sia pure con accenti diversi, a P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss., a 40 e in *Regole del mercato e mercato delle regole*, cit., a 67; M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 19 ss., spec. a 20-24; L. CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 45-56 («[l]a figura degli amministratori indipendenti [è] nata in altri contesti e poi acriticamente trapiantata nel nostro ordinamento (prima con il Codice di Autodisciplina, e poi a livello normativo) [...] », a 45); D.F. LARCKER, B. TAYAN, *Seven Myths of Corporate Governance. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-51*, settembre 2015, ove l'A. in particolare evidenzia come sia errato ritenere davvero indipendenti gli amministratori che soddisfino i requisiti di indipendenza individuati nel Regolamento di Borsa del *New York Stock Exchange* (v. NYSE, *Corporate Governance Listing Standards, Listed Company Manual Section 303A.02—Corporate Governance Standards*, 11 gennaio 2013); G. FERRARINI, M. FILIPPELLI, *op. loc. cit.* (gli AA., invero, ritengono il ruolo degli amministratori indipendenti sia particolarmente debole, e concludono nel senso di reputare detti amministratori in guisa di soggetti nominati unicamente per soddisfare le istanze degli investitori nel diritto del governo societario occidentale); R. DRISALDI, *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in *Soc.*, 2014, 790 ss.; M.L. DI BATTISTA, A. LIPPI, P. SCHWIZER, *Independent Directors and Governance Ratings: Evidence from Italian Listed Companies*, in *Reshaping Commercial Banking in Italy: New Challenges from Lending to Governance*, a cura di G. Bracchi e D. Masciandaro, Bancaria, Roma, 2014, 241 ss.; N. MICHIELI, *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1027 ss.; A. SANGUINETTI, *L'autodisciplina in materia di "corporate governance"*, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2013, 133 ss.; M. GUTIÉRREZ, M. SÁEZ, *Deconstructing Independent Directors*, in *J. Corp. Law St.*, 2013, vol. 13, n. 1, 63 ss., ove gli A. collegano gli amministratori indipendenti alla funzione di tutela delle minoranze («[w]e think of the independents as a mechanism that would facilitate the effective exercise of many of the "rights of the minority" granted by corporate law that are not enforced because of collective action problems. Therefore, they would use their privileged information to act as surrogates for the minority in all the matters where the role of the minority is already recognised by the law, such as information

amministratori che veicolano la (pur soggettiva) visione della minoranza, così contribuendo ad una dialettica costante e proficua, vale a dire, ad una *governance* sociale corretta, trasparente, efficiente<sup>956 957</sup>.

---

rights, voting in cases of conflicts of interest and the bringing about of lawsuits against the boards», a 93); A.M. LUCIANO, *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 354 ss.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, *cit.*; F. BAVAGNOLI, C. FLORIO, L. GELMINI, *Gli amministratori indipendenti: alcuni spunti per un possibile miglioramento*, in *Nuovo dir. soc.*, 2012, n. 21, 183 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 115 ss., a 120; G. FERRARINI, *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 49 ss.; M. REBOA, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 657 ss.; F. CHIAPPETTA, *op. cit.*; A. PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 237 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, *cit.*, 204 ss.; N. SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 1 ss.; U. TOMBARI, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti. (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 51 ss.; R. RORDORF, *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 143 ss.; *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, a cura di D. Regoli, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 134 ss. e notazione bibliografica ivi riportata; D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Utet, Torino, 2006, 385 ss.; F. DENOZZA, *I requisiti d'indipendenza*, Intervento al convegno sul tema *Gli amministratori indipendenti nelle società di capitali*, 28 novembre 2005; ID., *Quale "funzione" per gli amministratori indipendenti?*, in *Econ. polit. ind.*, 2008, 109 ss.; P. MARCHETTI, *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di P. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 33 ss.; M. BELCREDI, *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 ss.; N. RONDINONE, *I principi della L. n. 366/2001 in tema di composizione e competenze nell'organo amministrativo delle s.p.a.*, in *Soc.*, 2002, 414 ss.

In ottica comparata, H. BAUM, *op. cit.*, a 5 e note 14 e 17, in cui si nota come gli amministratori indipendenti siano fortissimamente legati al contesto in cui operano, sebbene detta *path dependence* non venga sempre considerata nelle discussioni teoriche e pratiche che di tale argomento – a lungo considerato in guida di vera panacea di tutti i mali della *governance* – si occupano; L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *Univ. Penn. Law Rev.*, 2017, vol. 165, n. 6, 1271 ss., ove gli AA. ritengono che, ai fini di un'efficace funzione di *monitoring*, il legislatore debba bilanciare il diritto di nomina degli azionisti da parte della maggioranza con la necessità di rendere gli amministratori indipendenti affidabili agli occhi degli investitori; Y. NILI, K. KASTIEL, *"Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2017, n. 1, 19-68; *Univ. of Wisconsin Legal Studies Research Paper No. 1393*, in cui si esprimono anche in senso critico rispetto all'impatto negativo che gli stessi possono avere sulla *performance* societaria, nonché sul loro debole ruolo, relato alla *"informational capture"* cui sono soggetti per il fatto di essere al contempo dipendenti *part-time* e impegnati contestualmente nel Consiglio di amministrazione di molteplici società, suggerendo infine la realizzazione di una vera e propria *"Board suite"*, di un *"dedicated office"* interno al consiglio, composto da uno *special counsel*, e di personale ausiliario capace di facilitare la richiesta ed il reperimento di informazioni, come pure la rielaborazione delle stesse in modo chiaro, preciso ed efficace; D.W. PUCHNIAK, L.L. LAN, *Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation*, NUS - Centre for Law & Business Working Paper No. 15/03; NUS Law Working Paper No. 2015/006; NUS - Centre for Asian Legal Studies Working Paper No. 15/06, ove gli AA. sottolineano l'impossibilità di un autentico "trapianto" della visione statunitense di amministratore indipendente in un sostrato giuridico completamente differente, quale quello singaporiano; U. RODRIGUES, *op. cit.*; J.N. GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2000: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, *cit.*; D.C. CLARKE, *Three Concepts of the Independent Director*, in *Del. J. Corp. Law*, 2007, vol. 32, n. 1, 73 ss. e, in particolare, S. BHAGAT, B. BLACK, *Independent directors*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, Macmillan Reference-Stockton Press, Londra-New York, 1998.

<sup>955</sup> C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. loc. cit.*, a 732.

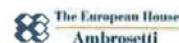
<sup>956</sup> Le due figure citate presentano differenze importanti di carattere funzionale e strutturale, che di certo non sfuggono all'attento lettore. *Inter alia*, infatti, mentre i consiglieri indipendenti rappresentano una figura certa all'interno del consiglio di amministrazione, non vi è alcuna norma che imponga la nomina di consiglieri di minoranza - in guida di un diritto "assoluto" di nomina -, in particolare ove: (i) le maggioranze non siano attive;

(ii) non venga presentata alcuna lista espressione della minoranza; (iii) la lista non rispetti i requisiti statuari e legislativi. Tale differenza costituisce peraltro la principale peculiarità della disciplina del voto di lista per l'elezione di consiglieri dell'emittente e quella ai sensi dell'art. 2499 c.c., che «attribuisce alla “parte” pubblica un diritto di nomina diretta (e non disponibile) e di “fonte” extra assembleare», come nota L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statuarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, cit., a 692. Nel medesimo senso, M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, a 37. *Contra*, G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corr. giur.*, 2007, 301 ss. ove l'A. ritiene che «[t]ale norma, lungi dal voler esprimere solo un “auspicio” o una “indicazione di tendenza”, ovvero che si creino le condizioni affinché l'organo gestorio sia il luogo in cui possa realizzarsi un'autentica dialettica tra possibili, diverse, concezioni dell'interesse sociale, sembra piuttosto prescrivere – come si evince per un verso già dalla scelta lessicale dell'indicativo presente, e come confermano per altro verso i lavori preparatori – la realizzazione di un risultato», a 301.

<sup>957</sup> «[N]ella prossima tornata assembleare si è posto il problema se debba essere rispettato un rapporto di proporzionalità tra amministratori eletti dalla lista di maggioranza e amministratori eletti dalla lista di minoranza [...] part[endo] dal presupposto che gli amministratori che siedono in un consiglio di amministrazione di una società quotata non hanno distinzione quanto a doveri e funzioni in relazione alla lista in cui sono eletti o ai requisiti di professionalità e indipendenza che la legge o lo statuto preveda. Sono tutti ugualmente responsabili di realizzare l'interesse della società. Nessuno di loro può parlare a nome della maggioranza o della minoranza. Nessuno può farsi interprete privilegiato del mercato o, men che meno, delle autorità di vigilanza nazionali o europee», così, alla luce di talune recenti vicende societarie e delle riflessioni emerse nel corso del convegno della Rivista delle Società tenutosi a Venezia nel novembre 2015, che hanno riportato al centro del dibattito il tema degli amministratori indipendenti e di minoranza, A. ZOPPINI, *Società e amministratori alla prova indipendenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2015. Il riferimento è, in particolare, all'articolazione del consiglio di amministrazione di Telecom a seguito dell'inserimento del nuovo azionista Vivendi, v. anche A. CRISCIONE, *Nei CdA delle società quotate più peso agli indipendenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2015. Proprio il caso Telco-Telecom, in cui “la lista del primo azionista era finita in minoranza sorpassata da quella “corta” dei fondi”, costituisce uno degli spunti per valutare l'opportunità di lasciare agli statuti societari la scelta di adottare o meno il voto di lista, come osservato dal Presidente Consob nel maggio 2017 (in A. OLIVIERI, *Il voto di lista va ripensato*, in *Il Sole 24 Ore*, 9 maggio 2017). Recentissimamente, la vicenda è stata oggetto di una (discutibile) Comunicazione Consob di primario rilievo, in cui l'Autorità si è espressa circa la qualificazione del rapporto partecipativo del socio di maggioranza relativa di Telecom Italia S.p.A., ritenendo che i candidati necessari per il completamento dell'organo amministrativo nominati al di fuori del sistema del voto di lista (mediante votazione a maggioranza del capitale presente in assemblea) fossero comunque riconducibili al socio presentatore della lista di maggioranza qualora: (i) l'elezione a maggioranza sia avvenuta con l'allontanamento dei rappresentanti degli investitori istituzionali (che abbiano presentato una lista di minoranza risultata prima per numero di voti); (ii) i candidati eletti a maggioranza siano tratti da detta lista di maggioranza (CONSOB, *Comunicazione n. 0106341. Telecom Italia S.p.A. – Qualificazione del rapporto partecipativo di Vivendi S.A. in Telecom Italia S.p.A. ai sensi della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, dell'art. 2359 del codice civile e dell'art. 93 del d.lgs. n. 58/1998*, 26 febbraio 2009, 13 settembre 2017, disponibile sul sito web dell'Autorità, spec. paragrafo 1.2).

Numericamente, rilevano i grafici di seguito riportati<sup>958</sup>:

## Le aree di frontiera della *corporate governance*



### I. Struttura e rappresentanza dell'azionariato

KPI	PESO	EG'10	EG'11	EG'12	EG'13	EG'14	EG'15	IMPATTO '14-'15
1 Numero di Investitori Istituzionali (% rispetto a livello di equilibrio)	20%	98%	98%	97%	98%	98%	98%	↔
2 Quota di capitale detenuto da Investitori Istituzionali*	20%	12,1%	10,8%	9,7%	12,4%	17,2%	15,6%	↓
3 Quota di capitale detenuta da azionista/i di controllo	10%	41,2%	43,2%	48,2%	45,9%	39,5%	40,0%	↔
4 Quota di azioni con diritto di voto sul totale azioni	15%	96,6%	97,5%	98,2%	98,3%	97,8%	96,0%	↔
5 Soglia per esercizio del voto di lista per C.d.A.	15%	1,5%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	↔
6 % di posti nel C.d.A. occupati da Consiglieri di minoranza	20%	14,6%	15,0%	11,3%	14,0%	13,7%	15,6%	↑

(\*) L'indicatore si riferisce alla quota percentuale di capitale detenuto da Investitori Istituzionali tra i primi 20 azionisti della società (fonte: Bloomberg, ottobre 2015)

## Le aree di frontiera della *corporate governance*



### I. Struttura e rappresentanza dell'azionariato

KPI	PESO	EG'10	EG'11	EG'12	EG'13	EG'14	EG'15	IMPATTO '14-'15
1 Numero di Investitori Istituzionali (% rispetto a livello di equilibrio)	20%	98%	98%	97%	98%	98%	98%	↔
2 Quota di capitale detenuto da Investitori Istituzionali*	20%	12,1%	10,8%	9,7%	12,4%	17,2%	15,6%	↓
3 Quota di capitale detenuta da azionista/i di controllo	10%	41,2%	43,2%	48,2%	45,9%	39,5%	40,0%	↔
4 Quota di azioni con diritto di voto sul totale azioni	15%	96,6%	97,5%	98,2%	98,3%	97,8%	96,0%	↔
5 Soglia per esercizio del voto di lista per C.d.A.	15%	1,5%	1,5%	1,5%	1,3%	1,2%	1,1%	↔
6 % di posti nel C.d.A. occupati da Consiglieri di minoranza	20%	14,6%	15,0%	11,3%	14,0%	13,7%	15,6%	↑

(\*) L'indicatore si riferisce alla quota percentuale di capitale detenuto da Investitori Istituzionali tra i primi 20 azionisti della società (fonte: Bloomberg, ottobre 2015)

Dall'analisi delle tabelle di cui sopra risulta che l'organo amministrativo delle società quotate che intendano ispirarsi a riconosciute *best practices* è ben lontano dall'essere compatto ed equidistante, essendo un organo in cui si confrontano amministratori di differente profilo e provenienza, in seno al quale interessi potenzialmente divergenti vengono composti, grazie alla presenza di rappresentanti delle minoranze<sup>959</sup>.

<sup>958</sup> Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia, cit., 2015.

<sup>959</sup> A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, in R. LENER e A. TUCCI, *Società per azioni, L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, tomo IV, V, Giappichelli, Torino, 2012, 196. Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 194.

Un contesto, quello delineato, che non «si traduce però necessariamente in uno scontro fra differenti “potentati”»<sup>960</sup>, ossia unicamente capace di generare tensioni rilevanti, bensì in un reale contributo all’attività di sorveglianza e controllo, garante di un monitoraggio efficace, espressione di un forte senso critico rispetto alle azioni del *management*<sup>961</sup>.

Tale sistema può concretamente tradursi in due meccanismi: da un lato, quello che consente di riservare una percentuale predefinita dei componenti dell’organo alle minoranze; dall’altro, quello dei quozienti o proporzionale, secondo cui i voti ottenuti da ciascuna lista debbono essere divisi per il numero dei consiglieri da eleggere, assegnando a ciascun consigliere un quoziente nell’ordine previsto dalla lista, per poi predisporre una graduatoria decrescente e, in caso di parità, preferendo i candidati della lista che abbia ottenuto il numero maggiore di voti prima e quelli più anziani poi.<sup>962</sup>

Il voto di lista profila aspetti di sicuro interesse e vantaggio per gli azionisti di minoranza, in presenza di un azionista di controllo<sup>963</sup>, ma non laddove le società non assumano dimensioni

<sup>960</sup> F. DENOZZA, *L’amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 767 ss., 769.

<sup>961</sup> «In large listed corporations the role of the Board is predominantly to control. The Board has the duty and power to approve the overall strategy of the corporation, but clearly not to manage its day-to-day operation. The Board has, on the other hand, the fundamental duty to oversee the managing of the corporation acting as the agent of the shareholders, and to ensure that the operating officers and managers pursue effectively and loyally the best interest of investors. Accepting the largely shared view, the presence of directors who represent different shareholders – and in particular shareholders not affiliated with the majority of the directors – seems to strengthen the monitoring function of this body and to offer a critical point of view on the management of the corporation», in M. VENTORUZZO, *Empowering Shareholders*, cit., a 727.

<sup>962</sup> G. SCALFI, *op. cit.*, 41 s. Nello stesso senso, negli anni successivi si sono espressi: G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, cit., 302; A. GUCCIONE, *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in *Liber amicorum M. Bione*, a cura di L. Foffani, M.C. Fregni e R. Labertini, Giuffrè, Milano, 2011, 324; P. GUARAGNELLA, *Voto di lista e sostituzione di un amministratore di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 126 ss.; C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e “azione di concerto”*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 ss., 139 e nota 48.

Quanto al secondo metodo, si è ribadita in giurisprudenza l’impossibilità di sommare «i quozienti derivanti da liste diverse perché, così facendo, non solo si elimina il principio delle liste concorrenti ma, *andando contro il principio di democrazia interna, si falsa la stessa volontà di chi quelle liste ha presentato*, in quanto il quoziente realizzato da ogni candidato all’interno di liste diverse dipende dalla posizione di questi nella lista presentata. ... La sommatoria dei quozienti comporta una violazione del significato del sistema di elezione a liste contrapposte, non risulta maggiormente democratico ma al contrario *modifica la volontà espressa dai soci* presentatori di ogni singola lista, perché permette di falsare il significato della posizione attribuita ad ogni candidato della lista. L’unica scelta, proprio per rispettare il principio di democrazia rappresentativa che la clausola che prevede il voto di lista dimostra di avere scelto, è quella di lasciar distinti i diversi quozienti risultanti dai voti di ciascuna lista ... *Non sono i voti in sé che si sommano ma i quozienti*, i quali derivano dalla posizione che il candidato aveva in ogni lista» (Trib. Genova, 25 settembre 2017, in *Giurisprudenza delle imprese*, consultabile all’indirizzo [www.giurisprudenzadelleimprese.it/wordpress/wp-content/uploads/2018/02/20170925\\_RG7792-2017-1.pdf](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wordpress/wp-content/uploads/2018/02/20170925_RG7792-2017-1.pdf)).

<sup>963</sup> Detto contesto, sicuramente peculiare, è analizzato in R.J. GILSON, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Rev.*, 2006, vol. 119, n. 6, 1641 ss., il quale evidenzia i caratteri che contraddistinguono la dicotomia tra *controlling shareholder systems* e *widely held shareholder systems*, osservando però una progressiva gradazione di detti concetti e la conseguente formazione di una *more nuanced taxonomy of controlling shareholder structures*. Tra i molteplici contributi che si soffermano invece sulla figura dell’azionista di controllo, per una aggiornata trattazione dei profili riguardanti gli aspetti positivi (interesse *long-term* nei confronti della società, efficace funzione di *monitoring* rispetto all’operato del *management* e diminuzione

importanti, rispetto alle quali alcuni autori *suggeriscono* la creazione di un unico elenco di soli amministratori indipendenti, redatto dal comitato nomine del Consiglio uscente,<sup>964</sup> da sottoporre agli azionisti portatori di diritto di voto<sup>965</sup>. Verranno quindi eletti gli amministratori più votati e, nell'ipotesi in cui non si raggiungesse il livello statutario minimo, proprio gli amministratori nominati dovrebbero cooptare altri amministratori, escludendo però coloro i quali non hanno ottenuto il voto degli azionisti pur essendo riportati nella lista sottoposta agli azionisti. I nominativi così individuati sarebbero poi sottoposti al vaglio assembleare, permettendo agli investitori istituzionali di incidere sulla composizione del Consiglio, senza però decidere direttamente sulla gestione d'impresa. Altri autori ritengono invece<sup>966</sup> siffatto cambiamento, volto a replicare la soluzione adottata negli Stati Uniti in un contesto radicalmente differente, non necessario, e potenzialmente dannoso in quanto genera una vera e propria “casta di *manager*”, suggerendo agli investitori istituzionali di indicare più di un nominativo nella lista che hanno facoltà di proporre, eleggendo, ad esempio, un terzo o due quinti del Consiglio. In tal caso, se la lista degli investitori istituzionali ricevesse il maggior numero di voti, si potrebbe ottenere un numero di amministratori più elevato, seppur non maggioritario.

#### **4.1.1. Amministratori indipendenti: il doppio binario Codice di Autodisciplina-TUF.**

Benché l'indipendenza sia uno *status* personale difficilmente configurabile all'interno di categorie rigide e predeterminate, sia il Codice di Autodisciplina sia il TUF hanno dettato criteri (anche presuntivi) sulla base dei quali valutare l'indipendenza dei consiglieri.

Il Codice di Autodisciplina italiano, in ciò perfettamente allineato alle *best practices* inglesi<sup>967</sup>, formula una definizione ampia di amministratori indipendenti, rilevando che lo siano coloro i quali non intrattengono (e non hanno intrattenuto, anche indirettamente) rapporti con l'emittente o soggetti legati all'emittente, compromettendo così la propria autonomia di giudizio (3.P.1). Esso fissa dunque una serie di ipotesi non tassative in cui l'amministratore *non appare* indipendente, ipotesi che debbono attagliarsi alle singole situazioni, così valutando se la singola relazione sia tale da *condizionare attualmente l'autonomia di giudizio* del consigliere (3.P.1.)<sup>968</sup>. L'art. 147-ter, comma

---

dei voti di agenzia) e negativi (benefici privati) si rinvia a L. COURTEAU, R. DI PIETRA, P. GIUDICI, A. MELIS, *The Role and Effect of Controlling Shareholders in Corporate Governance*, in *J. Mgmt. Gov.*, 2017, vol. 2, n. 3, 561 ss.

<sup>964</sup> Si tratta di una delle questioni più dibattute, relativa all'influenza che il *Board* uscente chiaramente esercita rispetto alla questione delle nomine negli Stati Uniti (e, più precisamente alle *proxy solicitations*). L'introduzione, che dovrebbe passare anzitutto tramite l'autodisciplina, di tale metodo richiederebbe però una serie di cautele (nonché costi ulteriori): anzitutto, la necessità di presentare la lista per prima; quindi, quella di verificare (e conseguentemente valutare) la presenza di nominativi ripetuti. Sul profilo in esame, v. N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2018, 402 ss.

<sup>965</sup> La proposta è presentata in L. ENRIQUES, L. ZINGALES, *Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2015.

<sup>966</sup> Il rilievo è formulato in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Ecco come si può rafforzare il voto di lista*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 giugno 2015.

<sup>967</sup> Il Codice inglese (B.1.1.) ritiene che gli indipendenti debbano essere tali *in character and judgement*, elementi che vengono meno in presenza di circostanze che siano idonee ad influenzare il giudizio dell'amministratore (“*there are circumstances which are likely to affect, or could appear to affect, the director's judgment*”).

<sup>968</sup> Sul punto, ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. *Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, 34-31 e figura 21: «[l']intenzione di disapplicare in linea generale uno o più criteri applicativi proposti dal Codice per la valutazione dell'indipendenza è stata comunicata nella Relazione da 13 società, pari al 6% del totale (...). Il criterio disapplicato è sempre quello riguardante la durata in carica ultranovennale; in un caso è quello delle cariche in società controllate (e della significatività dei relativi

quarto, TUF impone alle società quotate che, ove il Consiglio sia composto da più di sette componenti, almeno due possiedano i requisiti di indipendenza stabiliti *per relationem* con riguardo ai sindaci dell'art. 148 TUF, nonché, *se lo statuto lo prevede*, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento. Aderendo al Codice di Autodisciplina, dunque, le società quotate debbono avere un numero di amministratori indipendenti secondo i criteri e i requisiti del Codice stesso. Naturalmente, i requisiti del TUF e quelli del Codice di Autodisciplina possono cumularsi in uno stesso soggetto. Essendo i secondi più rigorosi, o perlomeno essendo le fattispecie impeditive dell'indipendenza più precise e dettagliate, potrà darsi il caso che un amministratore si dichiari (oppure sia) indipendente alla stregua dell'art. 148, terzo comma, TUF, ma non ai sensi del Codice di Autodisciplina.

Il “doppio binario” su cui viaggia il concetto di indipendenza previsto nella fattispecie del voto di lista, Autodisciplina-TUF, è peraltro chiaro pensando alla *disclosure* iniziale, richiesta tanto dal Regolamento Emittenti (art. 144-*novies*) quanto dal Codice di Autodisciplina, e alla verifica dell'indipendenza. Invero, se l'art. 144-*novies* Regolamento Emittenti impone la verifica dell'indipendenza soltanto all'atto della nomina, il Codice di Autodisciplina impone invece la valutazione non solo all'atto della nomina, ma periodicamente, oltre che al ricorrere di circostanze rilevanti (3.C.4). È pur vero che il TUF richiede però, all'ultimo comma dell'art. 147-*ter*, l'immediata comunicazione al Consiglio da parte di quegli amministratori che, successivamente alla nomina, perdano i requisiti di indipendenza. La Società dovrà quindi attivarsi facendo constare della decadenza ogni qualvolta, anche grazie al *monitoring* condotto dall'organo di controllo, rilevi il venir meno dei requisiti di indipendenza. Tale verifica periodica è richiesta pure dallo stesso Codice di Autodisciplina nei confronti di chi cumula i criteri di indipendenza del TUF e del Codice medesimo, ma anche nei confronti di chi è tenuto soltanto al rispetto di criteri di indipendenza diversi da quelli che prevede il medesimo Codice. Risulta, quindi, utile che tutti gli amministratori facciano pervenire tempestivamente e periodicamente le informazioni idonee a valutare l'indipendenza, differenziando le stesse a seconda del fatto che siano indipendenti *solo* ai sensi del TUF o anche ai sensi del Codice, e che le società al contempo svolgano un continuo monitoraggio rispetto a situazioni potenzialmente incisive in relazione a requisiti di indipendenza da TUF o da Codice.

Tale valutazione applica i requisiti e i criteri interpretativi previsti dalla normativa per cui ci si è dichiarati indipendenti, purtuttavia in ciò il Codice di Autodisciplina risulta avere una

---

compensi). [...] Si sono individuate 38 società (pari al 17% del totale) dalla cui Relazione emerge in modo esplicito che l'applicazione di uno o più criteri di indipendenza proposti dal Codice ha avuto luogo con “prevalenza della sostanza sulla forma” [v. anche 110-113 del medesimo documento]. L'applicazione “sostanzialista” riguarda nella maggior parte dei casi la *tenure* ultranovennale (ciò accade in 30 emittenti; in 12 società l'applicazione sostanzialista riguarda anche – 4 casi – o solo – 8 casi – altri criteri di indipendenza). Come ogni anno è stata condotta un'analisi ulteriore per i consiglieri indipendenti (...) riguardo all'esistenza di specifiche situazioni, riferibili ad alcuni criteri applicativi del Codice [...]: *a*) membri del comitato esecutivo, in società ove è lecito ritenere che il comitato sia coinvolto direttamente nella gestione corrente. Due consiglieri indipendenti fanno parte del comitato esecutivo di un'unica società, che si è riunito con notevole frequenza (più dello stesso CdA); nessuno fa parte di Comitati esecutivi di società prive di Amministratore Delegato; *b*) presidenti del CdA qualificati come indipendenti (sebbene rientrino nella definizione di “esponenti di rilievo” del Codice). Tali situazioni sono divenute rare: solo 10 società (come nel 2016 e nel 2015; erano 26 nel 2012) hanno qualificato il proprio presidente come non esecutivo e indipendente (secondo la definizione “da Codice”); *c*) beneficiari di piani di incentivazione legati alla performance aziendale, anche a base azionaria (tipicamente *stock grants* o *stock options*). Nessun consigliere indipendente risulta più partecipare a piani *stock-based*; altri 3 consiglieri indipendenti, in una società di piccole dimensioni percepiscono – insieme agli altri amministratori – una piccola componente di remunerazione variabile; *d*) amministratori che ricevono emolumenti complessivi significativamente più elevati [...]; *e*) persone che ricoprivano la carica di amministratore 9 anni prima [...].»

particolare utilità, poiché permette di considerare quei requisiti formulati con clausole generali, ad esempio valutando la significatività di un rapporto. La valutazione riguarda solo gli amministratori muniti dei requisiti di indipendenza, stabiliti dal Codice, e da chi cumula i requisiti del TUF e del Codice, e confluisce nella Relazione annuale sul governo societario, ove si riferisce sui criteri quantitativi e/o qualitativi utilizzati per valutare la significatività dei rapporti dei soggetti valutati.

L'art. 148, comma terzo, TUF attribuisce una rilevanza eventualmente impeditiva alla sussistenza di rapporti attuali e continuativi di natura professionale o patrimoniale. Analogamente a quanto previsto nella disciplina relativa alle operazioni con parti correlate, non possono venire in rilievo fattori impeditivi della indipendenza rapporti che rientrano nel *core business* della società qualora retti da condizioni di mercato. Sono invece rilevanti i rapporti di cui all'art. 148, comma terzo, TUF, in cui l'amministratore sia controparte diretta dell'emittente, della controllante, delle controllate, dei soggetti di cui alla lettera *b)*..., senza che assumano però rilevanza i rapporti di soggetti in cui l'amministratore, che si qualifica come indipendente, abbia a propria volta interessenze a lui solo indirettamente riconducibili, come invece accade nell'ambito dell'autodisciplina.

La perdita dei requisiti del Codice non determina la decadenza del consigliere *de quo*, mentre la perdita del requisito di indipendenza previsto dal TUF, secondo un filone dottrinale consistente, ne determina la decadenza. Si osserva che l'art. 147, comma quarto, TUF sancisce la decadenza per chi perda i requisiti di indipendenza, senza in alcun modo distinguere a seconda che permanga o meno il numero minimo di amministratori previsti dalla legge. La *ratio* di questa lettura consiste nel fatto che l'indipendenza è atta ad influire sul momento dell'elezione: «[i]n questa prospettiva la perdita dei requisiti di indipendenza, successivamente alla nomina, implica la perdita di quella caratteristica che aveva determinato e giustificato l'elezione a componente del Consiglio di amministrazione»<sup>969</sup>. È pur vero che, ponendo mente alla lettera della norma, l'espressione "amministratore indipendente" di cui all'art. 147-*ter*, quarto comma, ultima frase, non può che riferirsi a quella indicata nella prima frase, al numero minimo obbligatorio di indipendenti, con l'obiettivo di garantire sempre la presenza nel Consiglio di amministrazione di almeno uno o due amministratori indipendenti. Infatti, come attentamente osserva altra dottrina, alla quale si è senza dubbio allineata la prassi prevalente, «in assenza di una esplicita disciplina statutaria, l'amministratore semplicemente dichiarato indipendente all'atto della presentazione delle liste decade solo se la sopraggiunta non indipendenza incide sul rispetto del numero minimo di indipendenti previsto dalla legge»<sup>970</sup>. La norma regolamentare (art. 144-*octies* Regolamento Emittenti) non prevede alcuna decadenza e richiede che siano rese note le caratteristiche personali e professionali dei candidati, senza gerarchie di importanza rispetto alla condizione di indipendenza. Parimenti, il Codice di Autodisciplina, sul punto applicabile quando la società vi aderisca, non sancisce affatto la decadenza, né impone le dimissioni del consigliere che abbia speso la qualifica di amministratore senza mantenerla. Il punto di equilibrio tra le norme richiamate consiste allora in una completa *disclosure* al mercato e all'assemblea al momento di presentazione della Relazione annuale sul governo societario, potendo l'assemblea (e, giova ripeterlo, *non* il consiglio di amministrazione e l'organo di controllo, stante il fatto che composizione e funzionamento rimangono allineate a norme di legge e statuto) domandare la

---

<sup>969</sup> U. TOMBARI, *Verso uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti (prime considerazioni sul d.lgs. 303/2006 e in materia di emittenti, cit.*, a 56 ss.

<sup>970</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del Consiglio di amministrazione della società quotata dopo il d.lgs. 303 del 2006: prime osservazioni, cit.*, 241 ss.

revoca su richiesta dei soci *ex art. 126-bis* TUF dell'amministratore che abbia perduto detti requisiti di indipendenza.

Un accenno merita anche, in tema di integrazione tra Autodisciplina e TUF, il peculiare ruolo di Presidente del Consiglio di amministrazione. Al riguardo, il Codice di Autodisciplina pare particolarmente utile, in quanto i criteri applicativi 3.C.1. e 3.C.2. precisano come non si possa considerare indipendente un amministratore che sia (o sia stato nei tre esercizi precedenti) un *esponente di rilievo* della società (3.C.1.b), caratteristica intrinseca del Presidente. Infatti, il Presidente è per definizione *fisiologicamente non indipendente* anche se non gli vengano affidate deleghe operative (art. 2, commento), anche se le deleghe attribuitegli siano circoscritte a soltanto a rapporti squisitamente istituzionali.

#### 4.1.2. Requisiti legali.

Si impone qui particolarmente la precisazione di taluni requisiti, il passaggio a soglie variabili<sup>971</sup> e l'introduzione di uno sbarramento successivo per liste che non abbiano ottenuto una data percentuale di voti. Lo statuto può riportare una quota minima ai fini della presentazione delle liste pari, al più, ad un quarantesimo del capitale sociale o a diverso valore fissato dalla Consob con regolamento<sup>972</sup>, tenendo conto di capitalizzazione, flottante ed assetti proprietari della singola società, nonché della loro eventuale variazione nel tempo. L'equo apprezzamento delle differenze tra i tipi societari<sup>973</sup> ovvero dei peculiari problemi di *governance* che ciascuna realtà pone ha indotto a fissare cinque soglie differenti, basate sul criterio di capitalizzazione, da parte di Consob: 0,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato supera i 15

---

<sup>971</sup> Sulla questione delle soglie, v. E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit. *Contra*, taluni AA. ritenevano inizialmente che una soglia variabile costituisse fonte di incertezze quantitative, portando così il flottante a mutare senza poterne prevedere l'andamento, v. D. VATTERMOLI, *Commento sub art. 1, l. 28 dicembre 2005, n. 262*, cit., 28. Il timore è da ritenersi oggi del tutto superato: il sistema non può infatti più fondarsi sul meccanismo delle soglie fisse, nella speranza che esse vengano correttamente fissate dal mercato medesimo in corrispondenza del livello di efficienza, v. M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 212.

<sup>972</sup> Pare opportuno precisare che detto valore deve avere carattere comunque generale, senza dover contemplare soglie *ad hoc* per ciascuna società, come accade *ex art. 112* TUF. In tal senso, ancor prima dell'emanazione del Regolamento Emittenti, M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 213 e nota 20. La posizione trovava peraltro conforto nelle parole del Documento di consultazione Consob, ove si legge che: «[...] si è ritenuto di fissare dette soglie sia in misura inferiore che in misura superiore rispetto al limite del 2,5% indicato dalla legge. Ciò sulla base, in primo luogo, della formulazione letterale della norma, che attribuisce genericamente alla Consob il potere di determinare una "diversa misura" per la presentazione delle liste: in altre previsioni del TUF, infatti, laddove si è voluto che l'intervento della Consob fosse volto esclusivamente alla riduzione delle soglie previste dalla legge, si è dettata una esplicita distribuzione in tal senso; in secondo luogo, tale conclusione appare coerente con le motivazioni sottese all'attribuzione della delega di cui alla menzionata relazione illustrativa, riconducibili – come detto – all'esigenza di temperare l'interesse alla nomina effettiva di un amministratore da parte della minoranza con quella di assicurare che tale minoranza possa considerarsi qualificata, evitando la presentazione dei liste di mero disturbo», CONSOB, *Regolamento emittenti - Disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori - Documento di consultazione*, 23 febbraio 2007, 2. Attualmente, la questione è chiarita dall'art. 144-ter del Regolamento Emittenti, che ne fissa puntualmente i criteri.

<sup>973</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, cit., 194.

miliardi di Euro,<sup>974</sup> 1% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato supera i 3 miliardi di Euro, 1,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è compresa tra 1,875 e 3,750 miliardi di Euro, 2% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è compresa tra 750 e 875 milioni di Euro e 2,5% del capitale sociale per le società la cui capitalizzazione di mercato è compresa tra 375 e 750 milioni di Euro. Una soglia superiore, pari al 4,5%,<sup>975</sup> è fissata invece solamente per le società piccole ma contendibili, anche considerandone flottante ed assetti proprietari, elementi chiave pure nelle società a controllo pubblico.<sup>976</sup> Nel caso in cui lo statuto fissi soglie di possesso azionario inferiori rispetto a quelle Consob, esse debbono necessariamente essere applicate: le soglie Consob, infatti, sono sicuramente derogabili *in melius* al fine di rispondere alle più forti esigenze sociali ed alle istanze poste da ciascun membro della compagine sociale.<sup>977</sup>

Il diritto di presentazione delle liste può oggi essere a ragione ritenuto indissolubilmente legato al diritto di voto nell'assemblea avente ad oggetto la "nomina degli organi di amministrazione e controllo".<sup>978</sup> Al contempo, però, privare di tale diritto i detentori di un interesse legittimo ed effettivamente sussistente (tra essi, particolare rilievo è da attribuirsi agli azionisti di risparmio) non è immune da conseguenze nel diritto del governo societario.<sup>979</sup> Gli "azionisti-risparmiatori" sono infatti portatori di ragioni forti che suggerirebbero l'esistenza di un loro vantaggio a difendere i propri interessi, ossia ad «incidere sulla remuneratività del loro investimento, anche qualora non si traducano direttamente in un pregiudizio per la categoria *ex art. 2376 c.c.*»<sup>980</sup>. Per queste ragioni non può che ritenersi ammissibile: (i) una clausola che preveda soglie percentuali ai fini della presentazione delle liste inferiori rispetto al valore minimo

---

<sup>974</sup> Tale soglia è stata fissata per rispondere alle peculiarità che caratterizzano le società cooperative. Proprio in ragione della loro struttura azionaria, lo statuto sociale deve ritenere necessario che al più cinquecento soci abbiano la possibilità di presentare una lista di candidati. Tale numero, agevolmente raggiungibile, che, per un verso, sicuramente tutela il rilievo personale dei soci e l'importanza del meccanismo di voto c.d. capitario, può tuttavia portare, per altro verso, alla presentazione di liste di mero disturbo.

<sup>975</sup> Detta soglia non è però applicabile nel caso in cui uno o più soci siano coinvolti in un patto parasociale finalizzato ad esprimere la maggioranza dei voti in assemblea per l'elezione dell'organo di gestione.

<sup>976</sup> ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (2010), Parte Seconda, L'indagine sul voto di lista, cit.*, rispettivamente a 84 ss. (ove si asserisce la minore portata dell'incidenza del flottante) e a 97.

<sup>977</sup> Per talune risultanze empiriche, che sottolineano la frequenza con cui le società si sono avvalse di detta derogabilità, nonché la frequenza con cui ciò si verifica in modo particolare in taluni settori, v. ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (2010), Parte Seconda, L'indagine sul voto di lista, cit.*, 86.

<sup>978</sup> Tale indissolubilità trova ragion d'essere, oltre che nel dato testuale di cui all'art. 147-ter, comma primo, ultimo periodo, TUF, pure nel fatto che essa è sia «conforme alla disciplina delle privatizzazioni» sia «funzionale alla possibilità di sostenere i candidati in sede assembleare, coerentemente [alla] facoltà [...] di prevedere statutariamente un *quorum* minimo per l'elezione degli amministratori di minoranza», così in M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione, cit.*, 216 e nota 28. L'espressione virgolettata, sicuramente valida nel sistema tradizionale di amministrazione e controllo, non può tuttavia essere trasposta senza mutazione alcuna nelle altre realtà, con riferimento dunque al sistema monistico e dualistico, in relazione ai quali Assonime invoca un intervento puntuale dell'Autorità di Vigilanza.

<sup>979</sup> Cfr. M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione, cit.*, a 217 e nota 30.

<sup>980</sup> R. LENER, *L'intervento in assemblea*, in R. LENER, A. TUCCI, *Società per azioni, L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale, cit.*, 99.

fissato dall'autorità di vigilanza; (ii) una clausola statutaria che riconosca anche ad essi la legittimazione a presentare liste, così riducendo il novero dei requisiti richiesti ed agevolando le minoranze nell'esercizio dei loro diritti; (iii) una clausola che elimini completamente il requisito del possesso azionario<sup>981</sup>; e sinanco (iv) la creazione di categorie speciali di azioni che attribuiscono il diritto di presentare liste di candidati o, alternativamente, il diritto di voto per l'elezione delle cariche sociali, realizzato mediante un accordo con altri soci, onde soddisfare il requisito del possesso azionario di una quota rilevante<sup>982</sup>.

Nella prassi societaria, inoltre, non infrequentemente si realizza una dissociazione tra titolarità delle azioni e del diritto di voto, come provano i casi di pegno, usufrutto e sequestro di azioni. Secondo l'art. 2352 c.c., in caso di sequestro amministrativo, i diritti amministrativi tutti debbono essere attribuiti al custode. Secondo l'art. 2353 c.c., invece, pare preferibile ritenere il diritto di presentazione delle liste collegabile sia al socio sia al creditore pignoratizio, sia all'usufruttuario. Altrettanto possibili sono le questioni connesse al tema delle azioni a voto temporaneamente sospeso, in relazione alle quali si ritiene però non vengano meno le altre situazioni soggettive elementari<sup>983</sup>.

Quanto invece alla proponibilità delle liste da parte del Consiglio di amministrazione, realizzata in forza di una clausola statutaria che lo legittimi, la disamina appare persino più complessa. Infatti, mentre il legislatore ha espressamente ammesso ciò ai sensi dell'art. 4, l. 474/1994, prevedendo un sistema "indubbiamente macchinos[o]"<sup>984</sup>, non ha inteso estenderla espressamente anche agli altri contesti. Rigorosa dottrina, temendo che essi possano rappresentare in realtà intermediari "di comodo",<sup>985</sup> ha letto in tale dato una conferma della volontà del legislatore di limitarne l'applicazione soltanto alla legge sulle privatizzazioni<sup>986</sup> – anche in ragione del caso analizzato dalla giurisprudenza di legittimità nel 2007, caso in cui una siffatta clausola avrebbe potuto persino condurre a una importante violazione di una disposizione normativa cardinale, così escludendo la minoranza dalla rappresentanza in seno al collegio sindacale<sup>987</sup>. Al contrario, dottrina più aperta si è indirizzata verso una soluzione che consentisse

<sup>981</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, cit., 195.

<sup>982</sup> Tale posizione è sostenuta in dottrina in M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 218 e nota 42 e M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali*, cit., 37.

<sup>983</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 218-219 e nota 21.

<sup>984</sup> Esso può peraltro condurre a «veri e propri stravolgimenti del normale "gioco" delle minoranze e maggioranze assembleari, così come è stato puntualmente rilevato» (G. LEMME, *op. cit.*, a 357, ove l'A. rinvia a F. BONELLI, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Giuffrè, Milano, 1996, 68 e nota 61).

<sup>985</sup> Il Codice di Autodisciplina allontana con forza detta eventualità, asserendo che il compito di selezione dei consiglieri più meritevoli a ricoprire tale ruolo è invero affidato al comitato nomine, formato preferibilmente da amministratori indipendenti, utilizzato da meno della metà delle società e troppo frequentemente assimilato al comitato remunerazione (60%, luglio 2017). Secondo alcuni AA. (G. FERRARINI, M. FILIPPELLI, *op. loc. cit.*), tuttavia, il ruolo degli amministratori indipendenti in organi quali il comitato nomine e remunerazioni è di gran lunga inferiore a quello svolto nel comitato *audit*.

<sup>986</sup> Rileva sottolineare come taluni AA. abbiano inizialmente inteso l'introduzione del voto di lista in guisa di un sistema di diritto speciale a carattere transitorio, temporaneo, "essenzialment[e] finalizzato a traghettare alcune grandi società in concomitanza con il processo di privatizzazione dal diritto speciale al diritto comune delle società per azioni", v. S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 16, ove gli AA. rinviavano a R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, cit., a 92.

<sup>987</sup> ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*. Circolare n. 12, 12 aprile 2006, 5 e P.M. FIORUZZI, F. LIONE, *Nota a Cass.*, sez. I, 13 settembre 2007, n. 19160, in *Riv. dir. soc.*, 2007, II, 84 ss.

di intravedere in detta norma speciale – la quale ha il pregio di rendere «più probabile l'elezione di un organo del quale siano componenti anche soggetti espressione delle minoranze azionarie»<sup>988</sup> – un supporto rilevante per l'*ammissibilità*<sup>989</sup> di clausole che permettano al Consiglio di amministrazione di presentare liste sia per l'organo di amministrazione sia di controllo<sup>990</sup>, a patto che dalla lista presentata dal Consiglio uscente sia però eletto l'amministratore (od il sindaco) di minoranza<sup>991</sup>. Per i principi sinora enunciati, si ritiene non vi siano ostacoli espressi rispetto alla presentazione di una lista da parte del Consiglio uscente<sup>992</sup>, pur tuttavia pare auspicabile che la lista venga redatta sulla scorta di consultazioni con gli azionisti e la presentazione della stessa venga anticipata rispetto al termine per il deposito delle liste dei soci.

Nessuna condizione particolare deve invece essere apposta a tutela dell'abuso per cui il socio di controllo od il gruppo di maggioranza eluda la disciplina a tutela della minoranza servendosi del Consiglio di amministrazione: detto timore è infatti scongiurato dalla disciplina del collegamento tra liste<sup>993</sup>.

A dispetto dell'impianto così costruito, appare quantomeno peculiare il realizzarsi di una situazione in cui l'organo controllato concorra alla nomina del proprio controllante<sup>994</sup>. Di certo, anche in tale situazione, nonostante l'inversione della successione temporale e della inevitabile influenza esercitata sulla dialettica da eterogenee argomentazioni di voto<sup>995</sup>, la nomina (si badi, non la semplice presentazione delle liste) verrebbe affidata comunque all'assemblea.

Nei sistemi alternativi di amministrazione e controllo, tuttavia, è necessario ricalibrare le considerazioni sin qui condotte. Non è infatti possibile attribuire: (i) al Consiglio di sorveglianza facoltà di nomina dei nuovi membri del medesimo organo, che si occupi di funzioni di controllo affini a quelle del collegio sindacale; (ii) al Consiglio di gestione facoltà di nomina di membri del

<sup>988</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali*, cit., 45.

<sup>989</sup> Nello stesso senso, M. STELLA RICHTER jr, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, cit., 10 e nota 19; anche in *Dir. fall.*, 2015, II, 47 ss. ed in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 19 ss. *Contra*, nel senso della *obbligatorietà*, M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista*, in *Lavoce*, 6 giugno 2014.

<sup>990</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali*, cit., 39.

<sup>991</sup> Il *caveat* è ribadito, in dottrina, da più voci: cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, cit., 196; E. BUFFA DI PERRERO, *op. cit.*, a 1937 e A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, cit., 194 e nota 40.

<sup>992</sup> Sul punto, ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina 2015 per la governance delle società quotate*, cit., ove si evidenzia – richiamando le riflessioni svolte dal comitato nel 2014 - «l'opportunità di istituire il comitato per le nomine [...] nel caso in cui fosse il medesimo consiglio di amministrazione, compatibilmente con le disposizioni legislative vigenti, a presentare una lista per il rinnovo del *board*. Alla luce delle discussioni svoltesi in merito all'ammissibilità di una lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente, il Comitato ha quindi sottolineato, nel *commento*, non vincolante all'art. 5, l'opportunità di un coinvolgimento del comitato per le nomine nel caso in cui, compatibilmente con il quadro legislativo vigente, il consiglio uscente decidesse di presentare una lista per il suo rinnovo» (par. 6 e note 37-38).

<sup>993</sup> Il problema è analizzato in particolare in P.M. FIORUZZI, F. LIONE, *op. cit.*, 90 ss. e, in senso risolutivo, in M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali*, cit., 39 e nota 9.

<sup>994</sup> Cass., 13 settembre 2007, n. 19160, in *Riv. dir. soc.*, 2007, n. 4, 84, con nota di Fioruzzi-Lione; in *Riv. dott. comm.*, 2008, 551 ss., con nota di La Manno; in *Foro it.*, 2008, I, 859 ss., con nota di Rordorf; in *Giur. it.*, 2008, 357 ss., con nota di Cavanna; in *Giur. comm.*, 2009, II, 54, con nota di Guccione; in *Dir. econ. ass.*, 2010, 389 ss., con nota di Schettino.

<sup>995</sup> Il rilievo è da attribuirsi a P.M. FIORUZZI, F. LIONE, *Il problema delle clausole statutarie*, cit., 94.

Consiglio di sorveglianza, il quale a propria volta deve inderogabilmente nominare i soggetti che compongano il Consiglio di gestione<sup>996</sup>.

In ottica comparata, si è evidenziato come gli investitori istituzionali stranieri<sup>997</sup> – i quali hanno sinora preferito “restare alla finestra”, mentre il “piccolo mondo antico” del nostro capitalismo relazionale si sta progressivamente sgretolando<sup>998</sup> – si avvalgano proprio del Consiglio di amministrazione ai fini della presentazione della lista, in quanto detto organo facilita sicuramente la partecipazione delle *corporations* alla gestione *fisiologica* delle società quotate in cui hanno investito.

L'autonomia statutaria<sup>999</sup> trova ulteriore esplicitazione nell'art. 147-ter, comma primo, TUF<sup>1000</sup>, ai sensi del quale è possibile escludere, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, le liste che non abbiano conseguito «una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle liste»,<sup>1001</sup> così “sanzionando” minoranze azionarie scarsamente coese e compagini sociali non coerenti.<sup>1002</sup> In dottrina si è pure analizzata la possibilità che detta soglia di sbarramento successiva si debba applicare alla sola pluralità di liste di minoranza<sup>1003</sup> ovvero a tutte le liste. Da un lato, la prima prospettiva permette effettivamente

<sup>996</sup> Per entrambe le affermazioni, sia consentito rinviare alle riflessioni esposte in M. STELLA RICHTER jr, *Voto di lista per l'elezione delle cariche sociali*, cit., 38.

<sup>997</sup> Dati inerenti al coinvolgimento degli investitori istituzionali in società quotate italiane sono riportati in CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 11-12 (tabelle 1.8 - 1.11).

<sup>998</sup> L'espressione è tratta da CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, tenutosi a Milano il 9 maggio 2016, 16.

<sup>999</sup> Notevole la raccolta ed elaborazione empirica, in C. MALBERTI, E. SIRONI, *op. loc. cit.*, spec. 740 ss. Sull'autonomia espressa attraverso il meccanismo del voto di lista (e sue relative limitazioni), v. E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit., 202.

<sup>1000</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Commento sub art. 147-ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Utet, Torino, 2012, 1937 ss. L'A. ne sottolinea, in prima battuta, il rilievo sistematico, in quanto «per la prima volta sul piano legislativo, il principio per il quale l'organo amministrativo delle società quotate ha necessariamente struttura pluripersonale, anche quando queste siano amministrate secondo il sistema tradizionale; in altre parole, è la norma in commento a escludere che una società quotata possa avere un amministratore unico», a 1939. Nello stesso senso, ID., *Commento sub art. 147-ter*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello e U. Tombari, t. II, Utet, Torino, 2016, 4190 ss., a 4195.

<sup>1001</sup> In assenza di norme che formulino espressamente le modalità di calcolo della soglia nello specifico caso, si ritiene di poter estendere quanto previsto per la presentazione delle liste. Si deve quindi tenere conto del capitale sociale rappresentato dalle sole azioni dotate di diritto di voto nelle assemblee per la nomina degli organi di amministrazione e controllo, non semplicemente di quello rappresentato in assemblea. Sul punto, v. M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 200. Naturalmente, laddove l'autonomia statutaria riconoscesse anche alle azioni non dotate di diritto di voto (o dotate di diritto di voto limitato) il diritto di presentazione delle liste, l'aliquota dovrebbe essere calcolata in relazione al capitale sociale che le comprende. Cfr. A. ZOPPINI, *Determinazione della quota di partecipazione per la presentazione delle liste per la nomina degli amministratori*, in *Disciplina dei mercati finanziari*, a cura di F.S. Martorano e N. de Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 3 ss.

<sup>1002</sup> D. VATTERMOLI, *Commento sub art. 1, l. 28 dicembre 2005, n. 262*, cit., 29.

<sup>1003</sup> «[...] [Q]uesta scelta si risolverebbe in un criterio di selezione della lista più rappresentativa ma non limiterebbe direttamente il diritto di voto di lista. Lo statuto si limiterebbe a garantire che gli amministratori “tratti” dalle liste di minoranza siano espressione della minoranza maggiormente rappresentativa» (L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, cit., a 602).

agli amministratori di essere eletti dalla lista che ha conseguito il numero maggiore di voti;<sup>1004</sup> dall'altro, la seconda potrebbe comportare l'elezione dei consiglieri con le maggioranze statutarie o legislative e, quindi, anche con un principio di maggioranza semplice e irrelata alla porzione di capitale rappresentato in assemblea in seconda convocazione.<sup>1005</sup> Prevedere il raggiungimento di un numero minimo di voti pare altresì allineato rispetto a quanto contemplato dall'art. 2369, comma quarto, c.c.: i *quorum* deliberativi e costitutivi non debbono ostacolare in alcun modo l'adozione di deliberazioni essenziali, così da paralizzare la vita della società.<sup>1006</sup> È essenziale, infatti, garantire un sistema in cui gli amministratori di minoranza *possano* essere eletti. Non è però ipotesi remota il fatto che essi non vengano eletti, in assenza delle necessarie condizioni,<sup>1007</sup> non potendo dunque contribuire in modo significativo all'efficacia della *governance* societaria, in particolare in relazione a operazioni quali fusioni, operazioni con parti correlate,<sup>1008</sup> informazione societaria e scelte di finanziamento.<sup>1009</sup>

#### **4.1.3. Collegamento tra liste.**

Il collegamento tra liste rappresenta un concetto di non semplice definizione e particolarmente delicato, in quanto, laddove la maggioranza possa presentare liste espressione di gruppo di azionisti non di controllo solo apparentemente l'intera disciplina in esame verrebbe seriamente minata.<sup>1010</sup> Inoltre la definizione del concetto, labile e precaria, è oggetto di interpretazioni plurime e difformi, discendenti dalla difformità dei poteri che l'Autorità di

<sup>1004</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 220.

<sup>1005</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, cit., 195.

<sup>1006</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 220 e nota 36.

<sup>1007</sup> A livello empirico, è provato come il numero dei consiglieri riservati statutariamente alle minoranze sia proporzionale alla capitalizzazione delle imprese, v. M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 943 s.

<sup>1008</sup> Sostengono però il coinvolgimento solo marginale degli indipendenti nelle operazioni con parti correlate e conflitti di interesse, G. FERRARINI, M. FILIPPELLI, *op. cit.*, 28 s.

<sup>1009</sup> Tali materie rappresentano i temi che maggiormente sono oggetto di contrasto all'interno dei consigli di amministrazione delle società quotate, rispetto ai quali gli amministratori – prevalentemente nominati dalle minoranze, ossia dagli investitori istituzionali - hanno evidenziato il proprio dissenso (P. MARCHETTI, G. SICILIANO, M. VENTORUZZO, *op. cit.* Lo studio non evidenzia una correlazione rispetto a precise, selezionate variabili: diversamente da altri scritti riferiti ad altri contesti nazionali, si rileva che essa non è rinvenibile in relazione ad età, *education*, genere o dimensioni complessive del *Board*. Essa è, invece, rinvenibile (e positiva) rispetto alla remunerazione di ciascuno e negativa rispetto al numero di incarichi che tali amministratori ottengono. In altre parole, gli amministratori dissenzienti ottengono compensi superiori, ma impegnano le proprie energie in un numero minore di società).

<sup>1010</sup> Si rammenta, anche in tale contesto, il monito di cui già si è detto: «[I]e liste sono identificabili come “di maggioranza” o “di minoranza” in relazione all'esito della votazione in assemblea. [...] Può accadere [...] che una lista che appare di minoranza alla presentazione, ottenga poi più voti delle altre», in ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (2010)*, Parte Seconda, *L'indagine sul voto di lista*, 92. Nella prassi, a dimostrazione della difficoltà di stabilire se effettivamente si possa individuare un collegamento tra le liste, si compie riferimento al caso *Snai*, in cui, nel settembre 2016, alcuni azionisti (tra essi, *Punto Quota Holding* e *Zaffiro*) hanno impugnato innanzi al Tribunale di Firenze la delibera dell'assemblea tenutasi il 9 giugno 2016, laddove, in considerazione della sussistenza di un patto parasociale ex art. 122 TUF, deve ritenersi presente un collegamento tra le due liste presentate, facendo venir meno in capo ad una di esse i requisiti di cui all'art. 147-ter, comma terzo, TUF ai fini della nomina dell'amministratore di minoranza da parte di quest'ultima. In argomento v. anche e N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., 429 ss.

vigilanza detiene nei riguardi del Consiglio di amministrazione e dell'organo di controllo: nel secondo caso, la Consob ha disciplinato le modalità di presentazione delle liste e di voto, come pure il novero di casi in cui ritiene sussistente il collegamento, elencando, a carattere esemplificativo, una serie di ipotesi in cui detto fenomeno si verifica<sup>1011</sup>. Tale novero è suscettibile infatti di essere ampliato per volontà tanto della Autorità giudiziaria quanto della autonomia statutaria<sup>1012</sup>.

Appare altresì essenziale precisare che la disciplina in esame mira a garantire che amministratori (o sindaci) “di minoranza”<sup>1013</sup> esprimano autentiche minoranze<sup>1014</sup> e non costituiscano, invece, espressione di “artifici della maggioranza”<sup>1015</sup> e, quindi, un eventuale collegamento non deve essere valutato con riferimento alla lista che ha ricevuto il numero maggiore di voti, onde evitare penalizzazioni eccessive, potenzialmente dannose anche per la minoranza,<sup>1016</sup> bensì ai soci i quali l'hanno presentata o votata.<sup>1017</sup> Escludere aprioristicamente i soggetti legati ai gruppi di controllo potrebbe infatti pericolosamente condurre, in ragione di un debole legame, anche indiretto, con il gruppo di controllo, all'esclusione di soggetti caratterizzati da una levatura professionale sicura e specifica.<sup>1018</sup>

Nell'esercizio del proprio diritto di voto, il comportamento dei soci non è tuttavia irrilevante: «i soci appartenenti al medesimo gruppo e i soci che aderiscano ad un patto parasociale che abbia ad oggetto azioni dell'emittente non possono presentare o votare più di una

<sup>1011</sup> «La Consob ha individuato nell'art. 144-*quinquies* del Regolamento Emittenti alcuni rapporti in cui la sussistenza del collegamento di cui al citato art. 148, comma 2, del TUF è presunta, senza peraltro fornire un'elencazione suggestiva», v. CONSOB, *Comunicazione n. DEM/9017893. Nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo, Raccomandazioni*, 26 febbraio 2009, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.

<sup>1012</sup> F. CARBONETTI, *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, in *Soc.*, 2007, 1187.

<sup>1013</sup> «Il peso degli amministratori indipendenti ai sensi del TUF e/o del Codice di Autodisciplina è pari al 46,6%, corrispondente a una presenza mediamente inferiore a cinque membri. Gli amministratori di minoranza, presenti in 98 emittenti (93 a fine 2012), pesano per circa l'8% del board e sono in media 1,8 (0,8 se si considerano tutte le società quotate)», v. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2016, 5 e 28 (tabella 2.4). Il valore subisce un leggero decremento nel 2016, ove gli amministratori di minoranza risultano presenti in 96 emittenti, v. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017, 19 (tabella 2.4).

<sup>1014</sup> Al riguardo, deve considerarsi legittima l'ammissione al voto di tante liste di candidati quanti sono i soci partecipanti al capitale, senza che i soci avvinti da legami familiari, ma non da un patto parasociale, possano perciò solo considerarsi un'unica minoranza e costituiscano un unico centro di interesse, come tale altrimenti legittimato a presentare un'unica lista di candidati (Trib. Genova, 25 settembre 2017, *cit.*).

<sup>1015</sup> F. CARBONETTI, *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, *cit.*, a 1189.

<sup>1016</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, *cit.*, 228. Infatti, «[s]e la rosa di candidati nella minoranza è effettivamente proposta e sostenuta da azionisti esterni al gruppo di controllo, i quali hanno autonomamente prescelto uno o più soggetti che hanno rapporti con alcuni azionisti rilevanti o con soggetti a questi legati, non si vede per quale ragione escludere la lista dalla possibilità di concorrere all'elezione del *board*».

<sup>1017</sup> Il secondo comma dell'art. 148 TUF, sebbene non accuratamente formulato, potenzialmente fonte di controversie, suggerisce all'A. che «i soggetti inseriti nella lista di minoranza non debbano essere collegati in alcun modo ai soci di maggioranza o a coloro che, comunque, hanno votato la lista da questi presentata, restando conseguentemente fuori dal giudizio sull'esistenza o meno del collegamento sia i soci che hanno presentato e votato la lista di minoranza sia, soprattutto, i candidati inseriti nella lista di maggioranza» (D. VATTERMOLI, *Commento sub art. 1, legge 28 dicembre 2005, n. 262, cit.*, 30). Sulla tutela delle minoranze azionarie in caso di “collegamento sostanziale” tra liste, recentemente, Trib. Firenze, 3 aprile 2017, in *Soc.*, 2018, 55 ss., con nota di M. Filippelli.

<sup>1018</sup> M. STELLA RICHTER *jr*, *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, *op. loc. cit.*

lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie». Prescindendo dalle ragioni puntuali che hanno condotto alla conclusione di un accordo di sindacato per fini differenti, codesta norma attribuisce rilevanza alla condotta di tali figure essenziali nell'economia delle dinamiche societarie. Di qui, l'intenzione di Consob di attribuire rilevanza al voto di soggetti che, sebbene legati al gruppo di controllo, siano chiamati ad esprimere opinione determinante alla nomina di un amministratore di minoranza incluso in una data lista. Nella prassi, quando il voto di un soggetto collegato conduce al raggiungimento della soglia minima di voti di cui la lista necessita onde poter partecipare alla ripartizione dei seggi ai sensi dello statuto, detto meccanismo palesa la propria importanza. Al contrario, come è evidente, la prova di resistenza, il ruolo decisivo della partecipazione del socio collegato al fine di raggiungere il requisito del possesso azionario, non risulta necessaria laddove il soggetto collegato concorra alla presentazione di una lista.<sup>1019</sup>

L'essenzialità di conoscere tali interrelazioni ha condotto all'eliminazione della c.d. segretezza del voto in sede di elezione delle cariche sociali, che la legge sul risparmio inizialmente prevedeva.<sup>1020</sup> La disciplina previgente pareva non perfettamente allineata all'obbligo di preventivo deposito delle liste presso l'emittente di cui al comma 1-*bis* dell'art. 147-*ter* TUF, come pure all'obbligo pubblicitario ai sensi del comma primo dell'art. 144-*octies* Regolamento Emittenti e alla più volte invocata "necessità di trasparenza" che permea la disciplina tutta. Al contempo, la modifica in parola ha condotto a una serie di riflessioni in dottrina, che hanno posto in rilievo la differenza tra voto "segreto" e "a scrutinio segreto",<sup>1021</sup> suggerendo che la modificazione normativa non si rendeva in realtà necessaria, invero sarebbe stato sufficiente affidare lo scrutinio ad un soggetto terzo, così da combinare eventuali richieste di impugnazione della delibera con verifiche dell'esercizio del voto divergente.<sup>1022</sup>

L'esigenza di raggiungere la soglia minima per presentare le liste induce però fisiologicamente a stringere accordi tra azionisti tanto di maggioranza quanto di minoranza, così contravvenendo alla *ratio* delle disposizioni a tutela delle minoranze, al diritto della minoranza di «poter essere rappresentata nella misura che ogni società è chiamata a stabilire in relazione al proprio assetto proprietario nell'osservanza del minimo inderogabile».<sup>1023</sup> Di qui, la necessità di considerarli dotati di oggetto e/o causa illecita e, quindi, giuridicamente inefficaci, incoercibili e nulli, in contrasto con l'art. 147-*ter*, comma terzo, TUF, con l'unica eccezione degli accordi con cui i singoli soci di minoranza si obbligano a non presentare una propria lista, analogamente a quanto accade mediante patti parasociali tra soci o terzi limitati nel tempo<sup>1024</sup>.

Nella comunicazione n. DEM/9017893 del 26 febbraio 2009, Consob ha ribadito che la disciplina applicabile al Consiglio di amministrazione presenta la medesima ragion d'essere di

---

<sup>1019</sup> F. CARBONETTI, *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, cit., 1189.

<sup>1020</sup> Cfr. S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 16 ss., A. BLANDINI, *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Soc.*, 2006, 269 ss. e G. FERRARINI, P. GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pout-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 587 ss.

<sup>1021</sup> M. NOTARI, M. STELLA RICHTER *jr*, *op. cit.*, 540.

<sup>1022</sup> M. BAGLIONI, *Il patto "di concerto" Antonveneta accertato da Consob, Commento alla deliberazione Consob 10 maggio 2005, n. 15029*, in *Soc.*, 2005, 1041 ss.

<sup>1023</sup> G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Giuffrè, Milano, 2008, 87 ss., a 95.

<sup>1024</sup> M. STELLA RICHTER *jr*, *Commento sub art. 147-ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, cit., 1943.

quella del collegio sindacale, al quale dunque debbono essere estesi i *caveat* di cui al comma secondo dell'art. 144-*quinquies*, comma primo, Regolamento Emittenti: rapporti di parentela, appartenenza ad un medesimo gruppo, rapporti di controllo tra una società e coloro che la controllano congiuntamente, rapporti di collegamento ai sensi dell'art. 2359, comma terzo, c.c., anche con soggetti appartenenti al medesimo gruppo, svolgimento di funzioni gestorie o direttive da parte di un socio, con assunzione di responsabilità strategiche, nell'ambito di un gruppo di appartenenza di un altro socio, ed adesione ad un medesimo patto parasociale previsto dall'art. 122 TUF avente ad oggetto azioni dell'emittente, di un controllante di quest'ultimo o di una sua controllata. Al contempo, l'autorità di vigilanza raccomanda il deposito di una dichiarazione ai sensi dell'art. 144-*sexies*, comma quarto, lett. *b*), Regolamento Emittenti, nella quale debbono essere esplicitati l'eventuale assenza di rapporti di collegamento con gli azionisti che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o maggioranza relativa, ove individuabili in presenza di accordi parasociali.

Consob ha pure inteso limitare il perimetro del collegamento, rispetto al mero rinvio allo IAS 24 e alla disciplina in tema di rapporti di gruppo, parentela, controllo, funzioni gestorie o direttive, essendo indispensabile circoscrivere i casi di collegamento rispetto alla definizione di parti correlate inserita nei principi contabili internazionali. Rimangono inalterate talune ipotesi in corrispondenza delle quali opera la presunzione di collegamento, quali i rapporti di parentela con i soci di riferimento nei medesimi termini previsti ai sensi dello IAS 24<sup>1025</sup>, l'appartenenza ad un medesimo gruppo discendente, nei casi più frequenti, dall'appartenenza ad un medesimo gruppo ovvero dall'adesione ad un medesimo accordo parasociale. Con riguardo a questi ultimi, con la comunicazione del febbraio 2009, Consob non ha inteso limitare l'operare della norma ai soli patti che attengono alla nomina degli organi sociali, bensì, rinvenendo in ciascuno di essi una finalità di controllo, ha inteso attribuire rilievo a una serie di accordi più ampi, come pure non ha inteso escludere i comportamenti tenuti dai soci nella tornata elettorale precedente. In detto documento, Consob ha tuttavia recepito alcune osservazioni compiute, più precisamente, essa ha: *(i)* eliminato il riferimento ad accordi parasociali pubblicati aventi azioni di emittenti terzi, che avrebbero così di fatto ostacolato le minoranze sulla base della presunzione per cui gli aderenti ad un patto siano particolarmente legati da intenti comuni persino laddove siano parte della compagine azionaria anche di una diversa società; *(ii)* incluso tra le relazioni da allegare, ove significative, anche la dichiarazione che dettagli le ragioni che hanno condotto all'esclusione di un collegamento nel caso di accordi parasociali aventi azioni di emittenti terzi; *(iii)* raccomandato massima trasparenza pure sulle relazioni finanziarie, commerciali e professionali con i soci titolari di partecipazioni di maggioranza relativa o controllo, con preghiera di giustificare la loro rilevanza ai fini del coordinamento.

Un quadro normativo, opportunamente integrato da preziosi orientamenti dell'Autorità di vigilanza, che, se per un verso si pone come estremamente cauto a tutela delle minoranze, per altro verso ostacola la presentazione di liste non collegate, nemmeno indirettamente, alla lista risultata prima per numero di voti (e i cui membri –rappresentando i differenti generi – non ricoprono cariche di controllo, direzione od amministrazione) per parte loro. Un orizzonte, quello delineato, che, pur nella consapevolezza che il concetto di controllo non possa essere «ingabbiat[o] in una puntuale definizione, [...] [trattandosi di] norma di chiusura con finalità antielusiva, che agevola la possibilità di evitare gli abusi più rilevanti del meccanismo del voto di lista e che dunque, per sua natura e per gli obiettivi sostanziali che persegue, non può essere scritta, né interpretata in modo rigidamente formale»,<sup>1026</sup> appare necessitare di ulteriori attenzioni

<sup>1025</sup> A.V. GUCCIONE, *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione*, cit., 334.

<sup>1026</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 229.

e di un bilanciamento costante «tra tutela delle minoranze ed esigenze di semplicità applicativa»<sup>1027</sup>, tra regolamentazione ed autoregolamentazione.

#### **4.1.4. Regolarità dei requisiti.**

La regolarità dei requisiti, tanto legali quanto statutari, prevede che l'emittente medesimo accerti eventuali responsabilità e imponga, se opportuno, ai soci particolari oneri di trasparenza al momento del deposito della dichiarazione, fondata in modo particolare – anche in ragione dei “tempi inevitabilmente celeri delle decisioni assembleari”<sup>1028</sup> – sul principio di autoresponsabilità nella scelta di soggetti che ricoprano cariche sociali di rilievo,<sup>1029</sup> tale che attesti l'assenza di rapporti di collegamento. In altre parole, spetta alla società rendere nota al mercato l'eventuale «sussistenza dei presupposti per la riapertura dei termini, che competano valutazioni in merito a eventuali collegamenti non dichiarati, ovviamente nei limiti di ciò che sia noto o conoscibile secondo l'ordinaria diligenza e tenendo conto dei ristretti tempi a disposizione».<sup>1030</sup>

Sulla base di un accertamento sommario e meramente formale in sede di controllo preventivo è il Consiglio di amministrazione a dover accertare eventuali collegamenti, tuttavia, «conseguentemente, [si verifica] l'attribuzione al collegio sindacale, nell'ambito della vigilanza sul rispetto della legge, anche della verifica sulla correttezza dei comportamenti degli amministratori nell'espletamento delle attività medesime»,<sup>1031</sup> con particolare attenzione per le disposizioni di cui all'art. 149 TUF. Invero riscontrare una eventuale assenza dei requisiti ossia individuare una ipotesi di collegamento porterebbe, anche qualora l'accertamento fosse focalizzato su uno soltanto tra i candidati,<sup>1032</sup> alla squalifica dell'intera lista e alla applicabilità dell'art. 144-*sexies*, comma quinto, Regolamento Emittenti, esclusivamente rispetto alle liste per l'elezione dell'organo di controllo.<sup>1033</sup>

Riguardo ai requisiti verificabili soltanto *ex post*, invece, è il Presidente dell'assemblea a risultare onerato della verifica della regolarità della costituzione, dell'accertamento dell'identità dei soggetti, della legittimazione dei presenti, del regolare svolgimento delle votazioni e dei risultati delle medesime,<sup>1034</sup> nei limiti di quanto emerge da elementi certi, tali che si escludano questioni interpretative.<sup>1035</sup> Detto controllo, strettamente relato alla sussistenza o meno di indici formali, i

---

<sup>1027</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 225.

<sup>1028</sup> CONSOB, *Regolamento emittenti - Nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (artt. 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del TUF) - Documento di seconda consultazione*, 6 aprile 2007, 17.

<sup>1029</sup> F. CARBONETTI, *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, cit., 1190.

<sup>1030</sup> CONSOB, *Comunicazione n. DEM/9017893*, cit., 4.

<sup>1031</sup> CONSOB, *Comunicazione n. DEM/9017893*, cit., 4.

<sup>1032</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 228.

<sup>1033</sup> F. CARBONETTI, *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, cit., 1190.

<sup>1034</sup> «Non è dubbio che l'art. 2371 disegni solo un elenco minimale dei poteri del presidente, sì che le prerogative sopra elencate non potrebbero essergli sottratte né dallo statuto, né dall'assemblea stessa. Non è dubbio, peraltro, neppure che altri poteri possano essere attribuiti al presidente dallo statuto, dai regolamenti assembleari, da delibere assembleari», così A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, cit., 116. Cfr., F. LAURINI, *Commento sub art. 2371 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 147 ss.

<sup>1035</sup> Trib. Brescia, 3 giugno 2009, in *Corr. giur.*, 2010, 1508, con nota di D. Rizzardo, *Poteri del Presidente dell'assemblea della s.p.a. e controllo giudiziale*. Le riflessioni, sebbene enucleate in relazione alla decisione del

quali rilevano anche ai fini del computo della responsabilità del Presidente,<sup>1036</sup> è da considerarsi ampliabile laddove non ostacoli l'efficiente operato dell'assemblea, ossia non dilati oltremodo i tempi con cui l'emittente opera.

In questo quadro, sono da analizzare i rimedi e le tutele che i soci possono adottare dinanzi a decisioni illegittime, sia nel senso di ammissione sia di esclusione di taluni candidati. Ebbene, appare evidente come, dinanzi all'impossibilità di ritenere adeguata la tutela mediante revoca del Presidente stesso, si debbano distinguere i rimedi in preventivi e successivi rispetto alla delibera. Quanto ai rimedi preventivi, tra i quali si annovera il ricorso *ex* 700 c.p.c., essi sono sicuramente meno frequenti rispetto ai secondi, in quanto (i) «[a]ll'autorità giudiziaria non viene richiesto di pronunciarsi su diritti, poiché diritti non ve ne sono [...] [bensì viene richiesta] un'attività amministrativa, esattamente come quella cui è deputato l'organo sociale al quale il giudice è chiamato a sostituirsi»<sup>1037</sup> e (ii) il legislatore preferisce ridurre il contenzioso alle lesioni effettivamente arrecate, così da tutelare la stabilità del mercato finanziario tutto<sup>1038</sup>. Siffatta tutela è invece ammessa «quando l'atto preparatorio del procedimento sia idoneo a produrre direttamente e immediatamente un pregiudizio irreparabile e non sia previsto un rimedio specifico» come l'impugnazione della delibera consiliare, in cui il Consiglio di amministrazione si sia occupato di verificare preventivamente la presenza delle condizioni di legalità delle liste e di deliberare la pubblicità di tutte o di alcune soltanto<sup>1039</sup>. In altre parole, la giurisprudenza in esame ha riconosciuto esistente un diritto soggettivo rispetto al quale il socio può ritenersi leso per effetto di una decisione di un organo societario. Nel caso di una illegittima esclusione della lista, l'art. 2388 c.c. conduce a sostenere l'impugnabilità da parte dei soci lesi delle delibere non conformi a legge e statuto. Una indicazione, questa, rafforzata dalla giurisprudenza, che ha sottolineato un principio generale, in base al quale: la «permanenza di una delibera consiliare, assunta in violazione delle regole statutarie che garantiscono la partecipazione all'interno del Consiglio di amministrazione di un componente nominato dal socio di minoranza, sia violatoria direttamente dei suoi diritti: allorquando sia statutariamente previsto un meccanismo di voto di lista finalizzato a garantire la rappresentanza della minoranza in seno all'organo amministrativo, va da sé che detto meccanismo debba operare non solo alla scadenza naturale della carica dell'organo amministrativo, ma anche nel caso di sostituzione di un consigliere decaduto»<sup>1040</sup>. Ebbene, quanto asserito conferma l'essenzialità di una interpretazione restrittiva dell'interesse ad agire, da circoscriversi rispetto alle ipotesi di necessità di rimuovere un pregiudizio specifico, concreto, attuale, così ledendo le delibere che minino i diritti di tutti i soci. Di qui, in

---

Presidente di sospendere il voto degli azionisti inadempienti rispetto all'obbligo di comunicazione dei patti di sindacato, sono tuttavia perfettamente estendibili anche alla decisione di ammettere o meno determinate liste.

<sup>1036</sup> G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato, cit.*, spec. a 96 s. Su tale figura, F. BONELLI, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 215 ss.

<sup>1037</sup> D. RIZZARDO, *Poteri del Presidente dell'assemblea*, Nota a Trib. Brescia, ord., 3 giugno 2009, in *Corr. giur.*, 2010, 1513 ss. Il giudice, in ogni caso, non essendovi una chiara previsione legislativa in tal senso, non potrebbe annullare la decisione con cui si escludono i soci dal voto con una sentenza costitutiva.

<sup>1038</sup> Il giudice potrebbe infatti emettere una sentenza di condanna in cui al Presidente venga richiesto di adottare un provvedimento conforme alla legge e conseguentemente di riammettere la lista o i soci. Un comportamento che, senza dubbio, condurrebbe a una sostanziale inutilità del rimedio di cui si è detto, che giungerebbe appunto successivamente rispetto alla adozione della delibera.

<sup>1039</sup> Trib. Trieste, ord., 8 giugno 2011, in *Soc.*, 2011, 953 ss., con nota di M. ROBERTI, *Presentazione delle liste*.

<sup>1040</sup> Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 371 ss., con nota di M. SPIOTTA, *Brevi note in tema di delibere consiliari e voto di lista*. Sulla sostituzione dell'amministratore di minoranza, cfr. P. GUARAGNELLA, *op. cit.* e A. NEGRI CLEMENTI-F. FEDERICI, *La "sostituzione" degli amministratori di società quotate cessati in corso di mandato: voto di lista, principio maggioritario*, in *Soc.*, 2011, 194 ss.

corrispondenza all'esclusione della lista di candidati, sarebbe necessario affermare la diretta lesione di un diritto, al contempo funzionale e autonomo rispetto a quello di rappresentare la minoranza in seno al Consiglio di amministrazione. Una lesione, questa, ammissibile unicamente laddove rientri nell'ottica del rilievo strategico ed operativo, a livello sociale, derivante dall'elezione dell'organo di gestione in un orizzonte di lungo periodo.

#### **4.1.5. Autonomia statutaria e profili di collegamento.**

Se Consob ha fissato delle soglie quantitative in corrispondenza delle quali presentare le liste, al fine di facilitare l'elezione dei rappresentanti delle minoranze, pare tuttavia possibile intervenire sulla soglia fissata dall'art. 147-*ter*, comma primo, TUF e prevedere in una apposita norma statutaria che non tenga conto, ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, delle liste che non hanno raggiunto una percentuale di voti pari almeno alla metà di quella statutaria richiesta per presentare le stesse. Si potrebbe dunque adottare una clausola che non comprima il diritto di presentare una lista ma intervenga solo sulla soglia di sbarramento successivo: una clausola che preveda l'elezione di amministratori tratti unicamente da una lista che riceva una percentuale di voti almeno pari ad un determinato multiplo rispetto al quoziente che lo statuto richiede per presentare una determinata lista.<sup>1041</sup>

Con estremo acume, attenta dottrina ha ritenuto che, sebbene una eventuale clausola tesa ad aumentare il quoziente richiesto dall'autorità di vigilanza possa tutelare ulteriormente i soci, chiamati ad attribuire i propri voti in favore degli amministratori, espressione di una "*constituency* azionaria sufficientemente rappresentativa",<sup>1042</sup> essa è da ritenersi non ammissibile in quanto (i) ciò risulterebbe immotivato e arbitrario, con risvolti negativi per le minoranze; (ii) ciò pregiudicherebbe la posizione del socio che, consapevole dell'esistenza di una siffatta soglia, acquistasse la partecipazione nella società e si trovasse, poi, in un secondo momento, nell'impossibilità di presentare una lista. In altre parole, «pare inevitabile giungere alla conclusione che solo la legge possa autorizzare gli statuti societari a modificare i *quorum* attualmente previsti dalla vigente disciplina ai fini del voto delle liste».<sup>1043</sup>

Lo statuto potrebbe fissare inoltre il requisito di iscrizione al libro soci subordinatamente ad un determinato periodo di tempo, così garantendo la facoltà di presentazione delle liste e la ripartizione dei seggi in seno all'organo gestorio ai soli soggetti effettivamente interessati alle prospettive di lungo periodo di sviluppo. Tale imposizione tuttavia induce ineluttabilmente alla disincentivazione della partecipazione attiva alla vita della società da parte di fondi ed investitori istituzionali, avversi alla immobilizzazione del proprio portafoglio finanziario<sup>1044</sup>, *a fortiori* a seguito della introduzione del sistema della *record date* di cui all'art. 83-*sexies*, comma secondo,

---

<sup>1041</sup> L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, op. cit., a 599.

<sup>1042</sup> Una *ratio*, questa, ben diversa da quella, sinora più volte ribadita, della disciplina in esame: scoraggiare «il successo di liste "senza padrone"».

<sup>1043</sup> L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, cit., a 602.

<sup>1044</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del Consiglio di amministrazione*, cit., 222. Cfr., nel medesimo senso, M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e di voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione di record date*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 59 ss. e L. FURGIUELE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 157 ss.

TUF<sup>1045</sup>. Si ritiene infatti inammissibile, nonostante la proposta avanzata durante le fasi di consultazione da Assonime, derogare alla disposizione rendendo più o meno oneroso l'esercizio del diritto di voto, a tal fine aumentando o diminuendo la condizione di durata nel possesso azionario<sup>1046</sup>.

Vero è che lo statuto potrebbe variare tanto i termini legali richiesti ai fini della presentazione delle liste quanto i requisiti che debbono caratterizzare i singoli soggetti. In ogni caso, se, per un verso, una clausola di tale tenore potrebbe ritenersi portatrice di un interesse meritevole di tutela, per altro verso, essa potrebbe costituire (i) l'espressione concreta di un potere arbitrario, che porta ad escludere tra il novero dei candidati un soggetto al contrario ammissibile ai sensi delle norme di legge e (ii) l'annullamento delle intenzioni di bilanciamento da parte del legislatore, conducendo invero ad una cristallizzazione degli assetti proprietari in seno alla società, giacché la verifica del rispetto dei requisiti di indipendenza<sup>1047</sup> dei candidati spetterebbe all'organo amministrativo uscente, espressione della maggioranza già esistente. Alla luce della novella introdotta con il d.L. 6 dicembre 2011, n. 201, convertito in L. 22 dicembre 2011, n. 214, l'emittente può avvalersi di una clausola che, eliminando le incertezze legate all'elezione di un soggetto concorrente ed evitando situazioni di vuoto di potere, tuteli la società medesima dall'operato di potenziali amministratori svolgenti attività concorrenti. La meritevolezza della tutela della concorrenza, stante il suo rilievo nella prassi, viene pertanto rafforzata in modo particolare, sebbene il suo ambito di applicazione sia limitato agli amministratori che rappresentino il socio in modo organico, non nei confronti di terzi, «ad esempio un professionista e un accademico di fiducia del socio portatore di *vested interests*»<sup>1048</sup>.

---

<sup>1045</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Commento sub art. 147-ter*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., 4198.

<sup>1046</sup> R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva record date: profili di criticità e soluzioni interpretative (II parte)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 18 ss., 53, ove P.A., in ottica comparata, precisa che la SEC ha suggerito l'introduzione di livelli minimi di partecipazione e un periodo minimo di detenzione della medesima, condizione essenziale cui subordinare l'esercizio di determinati diritti sociali.

<sup>1047</sup> Circa la questione definitoria di "indipendenza", per tutti, F. CHIAPPETTA, *op. cit.*, 858. Da ultimo, sia consentito rinviare anche alla regola utilizzata per valutare l'indipendenza di un *senior independent director* spagnolo durante una conferenza ICGN: «[r]ule number one is that he or she must be able to maintain the same standard of living if she or he resigns from the board. The second rule is that the board member must not have a personal problem in arguing or voting against the chairman's proposals. He or she should not be a personal friend or owe any favours to the chairman», riportato in L. ENRIQUES, *The Role of Italian Companies' Boards in the Age of Disruptive Innovation*, cit.

Venendo alla percentuale di società con una maggioranza di consiglieri indipendenti, è interessante dare atto della analisi settoriale (a cura di SPENCER STUART, *Italy Board Index*, 2016, 24) che rileva come in media essi siano più presenti in banche e assicurazioni, nonché come il rapporto tra la media di detti consiglieri e le dimensioni del consiglio evidenzino una maggiore rappresentazione del settore bancario e delle telecomunicazioni.

<sup>1048</sup> L.A. BIANCHI, *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, cit., a 605 s., ove P.A. riflette anche sul momento in cui verificare la opportunità di applicare detta disciplina, ritenendo preferibile compiere tale valutazione in un momento temporale successivo rispetto alla assemblea di nomina, non preliminarmente rispetto alla stessa.

#### 4.1.6. Disciplina della *record date* e profili di collegamento.

La scissione tra titolarità azionaria e legittimazione all'esercizio del diritto di intervento e di voto in assemblea rappresenta sicuramente una delle rivoluzioni copernicane<sup>1049</sup> che hanno caratterizzato il diritto societario nell'ultimo decennio. Al contempo, l'introduzione di tale normativa – effetto del recepimento della *Shareholders' Rights Directive* (direttiva 2007/36/CE, art. 7) – incentiva l'investimento azionario tra Paesi differenti<sup>1050</sup>, di breve periodo<sup>1051</sup>, di coloro i quali «per le dimensioni e la sofisticatezza delle proprie scelte di investimento, più di ogni altro sono nella posizione di svolgere tale funzione con consapevole determinazione: su tutti, i soci c.d. strategici e, più in generale, gli investitori istituzionali»<sup>1052</sup>.

In nome della certezza sulla individuazione dei legittimati all'esercizio dei diritti in assemblea e, al contempo, della necessità di evitare l'immobilizzazione (sebbene temporanea) delle azioni<sup>1053</sup>, l'art. 83-*sexies* TUF cristallizza così la compagine azionaria e determina il voto anche per parte di coloro i quali non sono più portatori di interesse alcuno in seno alla società, così generando anche abusi per parte degli *hedge funds* e, in senso più ampio, di investitori attivi che mirano unicamente ad influenzare in senso strategico determinante le sorti dell'emittente<sup>1054</sup>.

Ai fini della presentazione delle liste è tuttavia necessario fissare una *record date* “ulteriore”, onde permettere ai soci un consono intervallo temporale da destinare alla organizzazione delle proprie liste, desumibile dalla lettura in combinato disposto dell'art. 125-*bis*, comma 2, TUF e dell'art. 147-*ter*, comma 1-*bis*, TUF. Essa, direttamente dipendente dal momento in cui la lista è depositata, può essere individuata nel periodo antecedente l'assemblea di quaranta-venticinque giorni.

La disciplina della *record date* “ulteriore”, infatti, può produrre effetti peculiari sulla presentazione delle liste simili a quelli della *record date* vera e propria, tra loro di segno contrario: il venir meno della legittimazione all'esercizio del diritto di voto da parte di coloro i quali hanno contribuito alla loro formazione<sup>1055</sup> e, al contempo, il venir meno del diritto di contribuire alla

<sup>1049</sup> P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., a 64. È sicuramente questione notevole il fatto che, come precisa il comma secondo dell'art. 83-*sexies*, TUF, «le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente a tale termine non rilevano ai fini della legittimazione al diritto di voto in assemblea». Cfr., R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2011, 526 ss.; L. FURGIUELE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, cit., 157 ss.; R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva record date (I parte)*, cit.

<sup>1050</sup> L. FURGIUELE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, cit., 157.

<sup>1051</sup> R. SACCHI, *Voto in base alla data di registrazione*, cit., 533.

<sup>1052</sup> M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto*, cit., 240. Tali soggetti «altrimenti preferiscono conservare ogni più ampio spazio di manovra sulle partecipazioni detenute a costo di astenersi dall'esercitare i relativi diritti di voto».

<sup>1053</sup> «La disposizione è stata inserita al fine di facilitare la presentazione delle liste, senza che sia più necessario tenere immobilizzate le azioni per alcuni giorni», così CONSOB, *Regolamento emittenti - Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Documento di consultazione*, 5 agosto 2010 e, in dottrina, R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva record date (II parte)*, cit., 51.

<sup>1054</sup> M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto*, cit., 248, ove, anche, utili richiami in senso comparato alla disciplina statunitense.

<sup>1055</sup> La conseguenza, anche in tal caso, è quella che induce al c.d. *empty voting*. È comunque individuabile, come precisato da altro Autore, «un interesse generale all'esercizio del diritto di voto rispetto al vecchio socio che [abbia] alienato le proprie azioni dopo la data di registrazione e prima dell'assemblea, [...] [quando] la vicenda

scelta dei candidati da inserire nella lista da sottoporre all'assemblea da parte di coloro i quali detengono la titolarità di azioni e la legittimazione al voto. Concedere anche a questi ultimi il diritto di depositare una lista propria, a patto che il rispetto delle norme sui rapporti di collegamento venga verificato e, quindi, il rischio di potenziali abusi scongiurato, non rappresenta tuttavia una valida, condivisibile, prospettiva. Detta possibilità, non espressamente preclusa ai sensi del comma sesto, art. 144-*sexies*, del Regolamento Emittenti, viene però espressamente esclusa in molteplici statuti sociali che, in tal modo, intendono evitare la presentazione di un numero di liste superiore alle partecipazioni sociali e i conseguenti problemi di computo delle partecipazioni medesime.

#### **4.1.7. Patti parasociali e profili di collegamento.**

La presentazione di una lista, è inoppugnabile, dà luogo a una forma di cooperazione<sup>1056</sup>, pur tuttavia, considerare la modalità di presentazione e votazione di liste, come pure la loro ripetizione nel tempo, indizi da cui derivare la presenza di un patto parasociale – e dunque come un evento preordinato ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente – è sicuramente asserzione molto forte, che riconduce a tecniche per l'affermazione dell'esistenza dei patti parasociali non formalizzati e/o non dichiarati<sup>1057</sup>.

Alcuni autori ritengono che l'accordo sussistente tra i soci al fine di presentare una lista comune di candidati non possa essere configurato alla stregua di un patto di sindacato "avente ad oggetto l'esercizio del diritto di voto" *ex art. 122, comma primo, TUF*, né di un patto parasociale che istituisce "obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto" *ex art. 122, comma quinto, lett. a), TUF*, in quanto esso non limita la libertà di voto dei soci stessi<sup>1058</sup>. In tal caso, infatti, i soci non assumono obblighi rispetto al voto che dovranno esprimere in assemblea, ma si limitano a concordare un'azione unitaria per raggiungere le soglie minime di possesso azionario cui generalmente gli statuti subordinano la possibilità di presentare congiuntamente liste di potenziali amministratori: <sup>1059</sup> «[a]ltri è infatti "potere", altro è "dovere" votare la lista presentata». <sup>1060</sup> Contestualmente, secondo tale opinione, detto accordo realizza una "libera e non programmata aggregazione [...] sollecitata dal meccanismo stesso del voto di lista", <sup>1061</sup> e non può essere nemmeno configurato in guisa di un accordo di consultazione che, al contrario, necessita

---

traslativa non abbia comportato la cessione completa della partecipazione, ovvero il cedente sia ancora socio, pur detenendo una partecipazione azionaria minore», così in R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva record date (II parte)*, cit., 52. Ampia è trattazione della questione in G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Egea, Milano, 2017, in particolare a 26 ss. quanto all'utilizzo opportunistico delle norme sulla data di registrazione per l'esercizio del diritto di voto (la c.d. *record date capture*), a 102 ss. quanto al dibattito sull'*empty voting* e a 73 ss. quanto alle problematiche (e ipotesi di soluzione).

<sup>1056</sup> C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, cit., 141.

<sup>1057</sup> G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, cit., a 98.

<sup>1058</sup> P.M. FIORUZZI, F. LIONE, *Il problema delle clausole statutarie di società quotate*, cit., a 94.

<sup>1059</sup> A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, cit., 202.

<sup>1060</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 129.

<sup>1061</sup> G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, cit., 132 ss. e C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, cit., 139 e nota 51 e 53, ove l'A. rinvia ad altro Autore onde ribadire che i paciscenti, con un patto di consultazione, si obbligano ad eseguire vicendevolmente e simultaneamente una prestazione di contenuto informativo e conoscitivo (N. IRTI, *I patti di consultazione*, in *Riv. soc.*, 1991, 1377 ed in AA.VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. Bonelli e P.G. Jaeger, Giuffrè, Milano, 1993, 77 ss.).

di una preventiva discussione della questione, ben lontana dal realizzare una spontanea aggregazione tra soci.<sup>1062</sup>

Altri autori, invece, ritengono detti accordi riconducibili alla disciplina dell'art. 122 TUF, poiché appare arduo pensare a un accordo che predisponga una rosa di candidati, senza però implicare nemmeno una minima consultazione sulle modalità di espressione del voto.<sup>1063</sup> Del resto, apparirebbe parimenti difficile immaginare un accordo di tale portata che – almeno implicitamente – non induca a ritenere esistente l'obbligo di votare la lista congiuntamente presentata. Detta conclusione sembra tuttavia escludere la configurabilità di obblighi per la presentazione di liste non giuridicamente rilevanti, ad esempio laddove la lista sia presentata senza comportare obblighi o pretese reciproci od unilaterali a un'azione comune.<sup>1064</sup> Tali circostanze, è evidente, coincidono con quelle di "spontanea aggregazione tra soci" di cui si è detto con riferimento all'opposta posizione dottrinale. Infine, laddove l'accordo implichi pure una delega a intervenire o votare la lista presentata, nonché contenga forme di concertazione del voto, la riconducibilità dell'accordo negoziale ad un patto parasociale di voto parrebbe innegabile. Peraltro, l'assenza di un requisito di stabilità dell'accordo non pare ostativa rispetto al raggiungimento della conclusione riferita, in quanto l'elemento della stabilità non deve riferirsi all'accordo *per se*, bensì agli effetti che esso produce.

In conclusione, si rammenta che la riconducibilità dell'accordo in esame quale patto parasociale<sup>1065</sup> implica la doverosa applicazione della relativa disciplina, ivi compresi gli onerosi adempimenti pubblicitari, il cui (gravoso) carico costituisce: (i) «ultronea rispetto alla finalità perseguita dal legislatore e [ostacolante] l'aggregazione tra le minoranze che il Testo Unico ha inteso favorire», nella prassi valido elemento dissuasivo all'esercizio dei diritti propri delle minoranze azionarie<sup>1066</sup>; (ii) «superflua applicazione degli obblighi pubblicitari previsti dalla legge»<sup>1067</sup>; (iii) ripetitiva imposizione rispetto all'integrazione già prevista ai sensi dell'art. 144-*octies*, comma primo, del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale le società quotate «almeno ventuno giorni prima di quello previsto per l'assemblea chiamata a deliberare sulla nomina degli organi di amministrazione e controllo, ovvero almeno dieci giorni prima nelle società cooperative, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale, la società di gestione del mercato e nel proprio sito internet, le liste dei candidati depositate dai soci».

---

<sup>1062</sup> Precisano taluni autori come, «[q]ualora invece rilevassero anche gli accordi di consultazione facoltativa», «si potrebbe allora evincere l'esistenza di un patto anche nel mero comportamento concludente di soci che, abitualmente, si confrontino in sede assembleare», così P. MONTALENTI, S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., a 36. Nel medesimo senso, G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali*, cit., 132.

<sup>1063</sup> M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione*, cit., 226 e nota 48.

<sup>1064</sup> Sul punto, G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, cit., 97 s.

<sup>1065</sup> «In fondo, i patti parasociali evocano, quasi istintivamente, l'idea di «concertazione», che ad essi è naturalmente connaturata, non solo con riguardo ai comportamenti delle parti dopo l'avvenuta stipulazione del contratto, bensì anche nel periodo precedente», così C. MOSCA, *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, cit., 451 (corsivo aggiunto).

<sup>1066</sup> A. TUCCI, *L'esercizio del voto*, cit., 202.

<sup>1067</sup> G. LEMME, *op. cit.*, a 374 s., ove l'A. compie riferimento alla disciplina pubblicitaria regolata ai sensi dell'art. 4, l. 474/1994, estensivamente interpretata in relazione a tutti i meccanismi di voto di lista in G.F. CAMPOBASSO, *Voto di lista e patti parasociali*, cit., 128.

La disciplina della *record date* presenta implicazioni di rilievo anche per quanto attiene al diritto di recesso e impugnazione del soggetto che abbia acquistato la partecipazione (e a favore del quale sia stata compiuta la registrazione delle azioni) successivamente alla *record date*. Mentre ai fini dell'esercizio del diritto *ex art. 2437 c.c.*, l'art. 127-*bis* TUF ritiene che tale soggetto debba essere considerato non concorrente alla deliberazione, ai fini dell'esercizio del diritto *ex art. 2355 c.c.*, la medesima norma ritiene tale soggetto debba essere considerato assente, così limitando in capo al titolare effettivo della partecipazione soltanto le conseguenze economiche delle deliberazioni<sup>1068</sup>, permettendogli invece di incidere su quanto connesso allo sviluppo dinamico della società<sup>1069</sup>.

Venendo poi ai profili applicati, il socio *de quo* può impugnare, indipendentemente dal voto espresso in sede assembleare dall'alienante la specifica partecipazione<sup>1070</sup>, deliberazioni che abbiano condotto alla nomina di soggetti in violazione di norme di legge (quali il comma terzo, art. 147-*ter*, TUF), di disposizioni statutarie (quali l'elezione di soggetti tratti da liste non correttamente presentate, che violino il numero di candidati, la proporzione tra generi ovvero i requisiti di indipendenza). Attribuendo tale diritto, il legislatore ha dunque inteso bilanciare, in un'ottica di sistema, l'innegabile attenzione rivolta alla continuità delle negoziazioni nei mercati finanziari con la necessaria trasparenza (e tutela) nei riguardi degli investitori di minoranza, anche dei più piccoli.

#### **4.1.8. Disciplina o.p.a. e profili di collegamento.**

La locuzione “persone che agiscono di concerto”, enucleata all'art. 101-*bis*, comma quarto e comma quarto-*bis*, lett. *a*), TUF, nell'ambito della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie induce a interrogarsi circa la possibilità di stabilire se i soci che si accordano al fine di presentare una lista possano rientrare nel significato vero e proprio dell'espressione riportata e, di conseguenza, se ad essi si possa applicare l'art. 106 TUF ovvero l'art. 108 TUF al superamento di talune soglie.<sup>1071</sup>

Risolutivo, sul punto, pare tuttavia l'art. 44-*quater*, comma secondo, lett. *b*) e *d*), del Regolamento Emittente, come emendato dalla delibera n. 17731 del 5 aprile 2011, che chiarisce come gli accordi finalizzati alla presentazione delle liste costituiscano “azione di concerto” solo in

---

<sup>1068</sup> V. CONSOB, *Regolamento emittenti - Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Documento di consultazione, cit.*, spec. a 6.

<sup>1069</sup> R. SECONDO, *L'attuazione della direttiva record date (II parte), cit.*, 52. In caso contrario, la partecipazione ceduta subirebbe infatti una intollerabile «menomazione» strutturale», a 52, disincentivando così sensibilmente il coinvolgimento dei soci nelle deliberazioni assembleari, *ratio* portante l'intera novella introdotta nel TUF dalla disciplina della *record date*, come rileva L. FURGIULE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso, cit.*, 170.

<sup>1070</sup> Sottolinea tale precisazione L. FURGIULE, *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso, cit.*, 166 e, ancora, 177. *A fortiori*, tale opinione trova conforto nel fatto che l'alienante, *post* deliberazione, è privato della titolarità tanto del diritto di recesso quanto del diritto di impugnazione. Quest'ultimo, esercitabile da parte di un soggetto che non ha partecipato alla decisione stessa, si pone quale eccezione motivata rispetto a quanto tradizionalmente avviene nel diritto societario, poiché la delibera impugnata rappresenta un «fatto a rilevanza esterna, idoneo a produrre i suoi effetti sul mercato e, di conseguenza, direttamente sull'investimento che il singolo risparmiatore abbia effettuato con l'acquisto della partecipazione in data successiva [...]», a 177.

<sup>1071</sup> Per tutti, C. MOSCA, *Attivismo degli azionisti, voto di lista e “azione di concerto”, cit.*, 142.

presenza di peculiari circostanze,<sup>1072</sup> di pattuizioni genuinamente volte al mero esercizio di diritti riconosciuti alla minoranza. Opera infatti una presunzione negativa di concerto, a patto che *occasionalmente*<sup>1073</sup> «tali liste candidino un numero di soggetti inferiori alla metà dei componenti da eleggere ovvero siano programmaticamente coordinate all'elezione di rappresentanti della minoranza» e che «tali liste candidino un numero di soggetti inferiori alla metà dei componenti da eleggere o sia programmaticamente preordinata all'elezione dei rappresentanti della minoranza, anche tramite la sollecitazione di deleghe di voto finalizzata alla votazione di tale lista».

Ove si realizzasse la prima condizione, infatti, la nomina della maggioranza degli amministratori comporterebbe la creazione del medesimo contesto che ha condotto alla elaborazione della disciplina o.p.a.: l'esercizio del controllo sulla gestione della società<sup>1074</sup>. Al contempo, prevedere che detti accordi comportino automaticamente l'applicabilità della disciplina o.p.a. non è immune da conseguenze negative: per un verso, ciò contrasta con l'obbligo di adottare il meccanismo del voto di lista, per l'altro, esso risulta potenzialmente gravoso per la continuità e la stabilità della società. Di qui, l'opportunità di ritenere estendibile il comma secondo dell'art. 109 TUF anche a questa circostanza: la disciplina dell'acquisto di concerto non è applicabile al caso in cui il superamento delle percentuali sia dovuto alla stipulazione di patti parasociali ai sensi dell'art. 122 TUF, anche nulli, a meno che i paciscenti abbiano superato la soglia percentuale nei precedenti dodici mesi<sup>1075</sup>.

Ove si realizzasse la seconda, invece, appare evidente come non si possa determinare chi siano i «rappresentanti di minoranza» se non post votazione, come lo stesso art. 147-ter TUF conferma. Non solo. La previsione - non precisando essa la differenza tra cooperazione spontanea e azioni di concerto *stricto sensu* intesa - pare orientata in senso non conforme rispetto a quanto asserito sinora nel caso in cui il sindacato di voto abbia ad oggetto al più la votazione di metà degli amministratori o degli amministratori di minoranza. In tale circostanza, infatti, non scatterebbe l'obbligo di acquisto per parte di chi abbia agito di concerto.

---

<sup>1072</sup> In precedenza, durante le fasi di consultazione, si asseriva che in tal modo si sarebbe verificata una interpretazione non corretta della *ratio* sottesa alla nozione generale di concerto che, «sebbene di portata molto ampia, non dovrebbe ricomprendere anche una procedura che è in sé fisiologica, in quanto la presentazione delle liste è passaggio obbligato ai fini dell'elezione dell'organo di gestione»: l'equiparazione tra «la mera presentazione di una lista diretta a far eleggere la maggioranza degli amministratori» ed «un accordo volto ad acquisire o mantenere il controllo dell'emittente», così CONFINDUSTRIA, *Osservazioni in risposta alla consultazione pubblica indetta dalla Consob sulla prima proposta di recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, Roma, 15 dicembre 2010, 14.

<sup>1073</sup> Detta precisazione è richiesta in particolare da G. GUIZZI, A. TUCCI, *Acquisto di concerto*, in *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Giappichelli, Torino, 2011, 269, i quali ritengono che il coordinamento reiterato costituisca elemento determinante all'operare della presunzione positiva di concerto.

<sup>1074</sup> Il problema è stato sollevato in occasione della presentazione dell'annuale Report Consob tenutosi a Milano il 17 febbraio 2017 da Luca Garavoglia, Presidente di una delle principali società quotate italiane, Campari. «Il voto di lista è un'aberrazione, che consente di nominare la maggioranza dei consiglieri di una società contendibile a un azionista di minoranza, senza lanciare l'Op» (F. CHIESA, *Il voto di lista nelle società contendibili è un'aberrazione*, in *Corriere della sera*, 18 febbraio 2017).

<sup>1075</sup> G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, cit., 97 ss.

Ebbene, pur rilevando e comprendendo l'intenzione con cui Consob ha inteso prevedere le due eccezioni sopra esposte, appare innegabile come l'utilizzo di criteri di cui si è detto non permetta immediatamente di dirimere tra finalità di acquisizione e mantenimento del controllo, su cui si fonda l'obbligo di o.p.a., e di esercizio dei diritti della minoranza, su cui si fonda il meccanismo del voto di lista<sup>1076</sup>.

---

<sup>1076</sup> «Con riferimento agli accordi giuridici relativi alle liste di maggioranza per la nomina dei componenti dell'organo gestorio o di quello che nominerà i gestori, si dovrebbe convenire sul fatto che i patti in esame il più delle volte avrebbero l'effetto di determinare un controllo congiunto sulla società», così G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, cit., 98.

*To set aside one's prejudices, one's present needs, and one's own self interest in making a decision as a director for a company is an intellectual exercise that takes constant practice. In short, intellectual honesty is a journey and not a destination.*

*Good corporate governance is about 'intellectual honesty' and not just sticking to rules and regulations, capital flowed towards companies that practiced this type of good governance.*

*You cannot legislate good behaviour.*

– Mervyn King S.C. (Chairman), King Report

#### **4.2. Voto di lista: una *best practice*?**

Onde valutare compiutamente l'opportunità di inserire un esplicito principio in tema di voto di lista all'interno del Codice di Autodisciplina non pare superflua una breve digressione circa l'aspetto redazionale, dato che adottare una clausola ovvero un'altra implica compiere una scelta tra un sistema "maggioritario corretto" o "proporzionale". «[N]el primo caso la soluzione maggioritaria viene poi corretta introducendo, per i pari residui, una ripartizione proporzionale tra le liste di minoranza; mentre nel secondo caso l'intero numero di posti sono divisi tra le varie liste sulla base di un criterio di proporzionalità»<sup>1077</sup>.

L'aspetto redazionale, che interessa la fase fisiologica della questione e molteplici aspetti della disciplina societaria, si ripropone invero costantemente, a dimostrazione dell'interesse per il voto di lista da parte delle società quotate e della necessità di un più ampio coordinamento tra i singoli aspetti normativi.

Per tali ragioni, detto tema impone un'analisi della prassi più recente e degli statuti<sup>1078</sup> che raramente (i casi risultano inferiori al 7% delle società quotate italiane, escludendo le società bancarie e quelle che adottano sistemi alternativi di amministrazione e controllo<sup>1079</sup>) fissano requisiti più stringenti, ad esempio di onorabilità, derivati dal settore in cui le singole società operano<sup>1080</sup>, rispetto alle norme di legge. Lungi dal poter essere considerati "standardizzabili", i medesimi Autori precisano però come, in più punti, dette clausole possano essere dettagliate rispetto alla "sensibilità" di coloro che presentano le liste, e quindi, di fatto, ai soci di controllo o anche agli stessi amministratori<sup>1081</sup>.

---

<sup>1077</sup> C. ANGELICI, *Clausole per la previsione del voto di lista*, a cura di G. Mariconda e P. Guida, in *Not.*, 1995, 609 ss. L'A. sottolinea infatti che: «tutela della minoranza può significare l'esigenza che al consiglio di amministrazione partecipino anche soggetti che non siano espressione soltanto della maggioranza assembleare; può significare invece un'esigenza di proporzionalità nella composizione del consiglio di amministrazione, riconoscendo così un diritto ad essere ivi rappresentati (non genericamente alla minoranza, bensì) alle minoranze. Merita allora di essere sottolineato che la tecnica del "voto di lista" si presta, a seconda del modo in cui la relativa clausola è congegnata, a soddisfare l'una oppure l'altra esigenza: il che, come evidente, è in grado di esprimere un diverso assetto della complessiva compagine azionaria».

<sup>1078</sup> Per una ulteriore, recentissima disamina delle più diffuse clausole statutarie v. anche N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., 32 ss.

<sup>1079</sup> M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 947.

<sup>1080</sup> M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 946 s.

<sup>1081</sup> M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 943 s.

Il tentativo di riduzione delle complessità ad un unico modello qui compiuto (*infra*, 4.2.1. Profili redazionali: nomina del Consiglio di amministrazione. e 4.2.2. Profili redazionali: nomina del Collegio sindacale.), dunque, deve essere letto alla luce di quanto premesso e in senso strumentale a comprendere se la fattispecie del voto di lista costituisca davvero una *best practice*, intesa come *supra* esplicitato (2.3.1. *Soft (corporate) law*: tra Codici etici e di Autodisciplina.).

La formulazione proposta tiene conto, in particolare, di quanto accaduto nel 2016, quando l'adunanza assembleare di Enel ha approvato la modifica dell'art. 14.3 dello statuto sociale, relativa alle modalità di elezione dei componenti del Consiglio di amministrazione con il sistema del voto di lista. Detta modifica, proposta dallo stesso *Board* alla luce dell'evoluzione degli assetti proprietari della società, è volta ad integrare la disciplina concernente la nomina dell'organo, in modo da consentire l'elezione dell'organo medesimo mediante voto di lista anche se la lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti espressi in assemblea contenga un numero di candidati inferiore ai 7/10 degli amministratori da eleggere che lo Statuto le riserva. La modifica in questione è volta dunque a consentire l'elezione dell'intero Consiglio attraverso una sola votazione, a condizione che il numero complessivo dei candidati indicati nelle liste presentate sia almeno pari a quello degli eligendi amministratori. In caso contrario, per le cariche non ancora ricoperte a seguito dell'utilizzo del meccanismo stesso, conformemente allo statuto vigente, l'assemblea continuerà a deliberare la nomina dei restanti amministratori secondo le maggioranze di legge.

Successivamente, la valutazione circa la possibilità di considerare l'adozione dello strumento in parola quale *best practice* prosegue con una disamina di alcuni casi di rilievo in ottica applicativa (*infra*, 4.2.3. Casistica.), avendo riguardo per i profili giurisprudenziali (*infra*, 4.2.4. Profili giurisprudenziali.) ed empirici (*infra*, 4.2.5. Profili empirici.).

Si avverte sin d'ora che la conclusione cui si addiviene, coerente rispetto allo studio compiuto, è elaborata in chiave dubitativa, senza per questo assumere rilevanza minore. Invero, il cammino che ha condotto alle attuali posizioni di prassi societaria, dottrina e giurisprudenza è lungo e accidentato, ma è proprio l'autodisciplina a fornire al sistema del voto di lista gli strumenti necessari ad operare.

#### **4.2.1. Profili redazionali: nomina del Consiglio di amministrazione.**

«La Società è amministrata da un Consiglio di amministrazione composto da \_ ( ) a \_ ( ) membri. All'atto della nomina ed entro i limiti suddetti, l'Assemblea ne determina il numero e la durata, che non potrà comunque essere superiore a tre esercizi. Gli amministratori sono rieleggibili.

L'assunzione della carica di amministratore è subordinata al possesso dei requisiti stabiliti dalle disposizioni legislative e regolamentari vigenti. Gli amministratori devono essere in possesso dei requisiti previsti dalla normativa *pro tempore* vigente; di essi, un numero minimo, corrispondente al minimo previsto dalla normativa medesima, deve possedere i requisiti di indipendenza di cui all'art. 148, comma terzo, TUF. Il venir meno dei requisiti determina la decadenza dell'amministratore<sup>1082</sup>. Il venir meno del requisito di indipendenza, quale sopra definito, in capo ad un amministratore non ne determina la decadenza se i requisiti permangono in capo al numero minimo di amministratori che, secondo la normativa vigente, devono possedere tale requisito.

---

<sup>1082</sup> Ampiamente, M. STELLA RICHTER *jr*, *Commento sub art. 147-ter*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, cit., 4206 ss.

Nel rispetto della disciplina *pro tempore* vigente inerente all'equilibrio tra generi, la nomina del Consiglio di amministrazione avverrà sulla base di liste presentate dai soci con le modalità di seguito precisate, in cui i candidati vengono elencati secondo un numero progressivo.

Le liste presentate dai soci, sottoscritte da coloro che le presentano, dovranno essere depositate presso la sede della Società almeno 15 (quindici) giorni prima di quello fissato per l'Assemblea in prima convocazione. Esse saranno inoltre soggette alle ulteriori forme di pubblicità e modalità di deposito prescritte dalla disciplina anche regolamentare *pro tempore* vigente.

Ciascun socio aderente a un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 TUF non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista, né possono votare liste diverse. Il nominativo di ciascun candidato dovrà essere presente in una sola lista, a pena di ineleggibilità. Le adesioni e i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Avranno diritto di presentare le liste soltanto i soci che, da soli o con altri, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti almeno il 2,5% (due virgola cinque per cento) del capitale sociale avente diritto di voto nell'Assemblea ordinaria, ovvero la minore percentuale eventualmente stabilita da disposizioni di legge o regolamentari.

Le liste devono essere corredate da: (i) apposita certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge comprovante la titolarità del numero di azioni necessario alla presentazione delle liste; (ii) dichiarazioni con cui i singoli candidati accettano la propria candidatura e attestano, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e di incompatibilità, nonché l'esistenza dei requisiti prescritti per le rispettive cariche; (iii) *curriculum vitae* riguardante le caratteristiche personali e professionali di ciascun candidato con eventuale indicazione dell'idoneità dello stesso a qualificarsi come indipendente.

Le liste che presentino un numero di candidati pari o superiore a tre debbono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che appartengano al genere meno rappresentato almeno un terzo (arrotondato per eccesso) dei candidati.

Le liste presentate senza l'osservanza delle disposizioni che precedono sono considerate come non presentate.

All'elezione del Consiglio di amministrazione si procederà come di seguito precisato:

a) dalla lista che ha ottenuto il maggior numero dei voti espressi dagli azionisti vengono tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, gli amministratori da eleggere [ovvero una frazione di essi, con arrotondamento, in caso di numero frazionario, all'unità inferiore] tranne uno;

b) il restante numero è tratto dalla lista di minoranza che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente con i soci che hanno presentato o votato la lista di cui alla precedente lett. a) e che abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti espressi dagli azionisti, nella persona del primo candidato in base all'ordine progressivo con il quale i candidati sono indicati nella lista.

Qualora la lista di minoranza di cui alla lett. b) non abbia conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta, ai sensi di quanto precede, ai fini della presentazione della lista medesima, tutti gli amministratori da eleggere saranno tratti dalla lista che ha riportato il maggior numero di voti di cui alla lett. a).

Qualora grazie ai candidati eletti con le modalità sopra indicate non venga assicurata la nomina di un numero di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti in relazione ai sindaci<sup>1083</sup> dall'art. 148, comma terzo, TUF, pari al numero minimo stabilito dalla legge circa il numero complessivo degli amministratori, il candidato non indipendente eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti, di cui alla lett. a) dell'ottavo comma del presente articolo, sarà sostituito dal candidato indipendente non eletto della stessa lista secondo l'ordine progressivo, ovvero, in difetto, dal primo candidato indipendente secondo l'ordine progressivo non eletto delle altre liste, secondo il numero di voti da ciascuna ottenuto. A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che il Consiglio di amministrazione risulti composto da un numero di componenti in possesso dei requisiti di cui all'art. 148, comma terzo, TUF, pari almeno al minimo prescritto dalla legge. Qualora infine detta procedura non assicuri il risultato da ultimo indicato, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti in possesso dei citati requisiti.

Qualora, inoltre, con i candidati eletti con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Consiglio di amministrazione conforme alla disciplina *pro tempore* vigente inerente all'equilibrio tra generi, il candidato del genere più rappresentato, eletto come ultimo in ordine progressivo nella lista che ha riportato il maggior numero di voti, sarà sostituito dal primo candidato del genere meno rappresentato non eletto della stessa lista secondo l'ordine progressivo. A tale procedura di sostituzione si farà luogo sino a che non sia assicurata la composizione del Consiglio di amministrazione conforme alla disciplina *pro tempore* vigente inerente all'equilibrio tra generi. Qualora infine detta procedura non assicuri il risultato da ultimo indicato, la sostituzione avverrà con delibera assunta dall'Assemblea a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature di soggetti appartenenti al genere meno rappresentato.

Nel caso in cui venga presentata un'unica lista, o nel caso in cui non venga presentata alcuna lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, senza osservare il procedimento sopra previsto, fermo il rispetto della disciplina *pro tempore* vigente inerente all'equilibrio tra generi, trovando applicazione, *mutatis mutandis*, le procedure di cui al comma precedente.

Se, nel corso dell'esercizio, vengono a mancare uno o più amministratori, purché la maggioranza sia sempre costituita da amministratori nominati dall'Assemblea, si provvederà ai sensi dell'art. 2386 c.c., secondo quanto appresso indicato:

a) il Consiglio di amministrazione nomina i sostituti nell'ambito degli appartenenti alla medesima lista cui appartenevano gli amministratori cessati e l'Assemblea delibera, con le maggioranze di legge, rispettando lo stesso principio;

b) qualora nella predetta lista non residuino candidati non eletti in precedenza ovvero dotati dei requisiti richiesti, ovvero quando comunque per qualsiasi ragione, non sia possibile rispettare quanto disposto alla lett. a), il Consiglio di amministrazione provvederà alla sostituzione mediante decisione assembleare con le maggioranze di legge, senza voto di lista.

In ogni caso, il Consiglio di amministrazione e l'Assemblea procederanno alla nomina in modo da assicurare (i) la presenza di amministratori indipendenti nel numero complessivo minimo richiesto dalla normativa *pro tempore* vigente e (ii) il rispetto della disciplina *pro tempore* vigente inerente l'equilibrio tra generi.

---

<sup>1083</sup> G. STRAMPELLI, *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Egea, Milano, 2013, *passim*.

Se viene meno la maggioranza degli amministratori nominati dall'Assemblea, l'intero Consiglio si intende dimissionario e l'Assemblea deve essere convocata senza indugio dagli amministratori rimasti in carica per la ricostituzione dello stesso.

Ove il numero degli amministratori sia stato determinato in misura inferiore al massimo previsto dal comma primo del presente articolo, durante il periodo di permanenza in carica del Consiglio, l'Assemblea potrà aumentare tale numero entro il limite massimo di cui al citato comma primo. Per la nomina degli ulteriori componenti del Consiglio si applicheranno le maggioranze di legge».

#### In presenza di categorie di azioni

«La nomina degli Amministratori avviene sulla base di liste che debbono essere presentate disgiuntamente dai soci titolari di Azioni Ordinarie e dai Soci Titolari di Azioni di Categoria A.

Ciascun Socio può presentare (o concorrere alla presentazione di) una sola lista per ogni categoria di azioni possedute.

Ciascun candidato può presentarsi in una sola lista, a pena di ineleggibilità. Le liste potranno essere depositate presso la sede sociale prima dell'Assemblea, o presentate nel corso della stessa.

All'elezione degli Amministratori si procederà come di seguito precisato: a) dalla lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti espressi dai soci titolari di azioni ordinarie, saranno tratti nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa due amministratori; b) dalla lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti espressi dai soci titolari di azioni di categoria A, tra quelle presentate da essi presentate, sarà tratto il restante amministratore».

#### Con premio di minoranza

«Al termine della votazione, risulteranno eletti i candidati delle due liste che hanno ottenuto il maggior numero di voti, secondo i seguenti criteri:

(a) dalla lista che avrà ottenuto la maggioranza dei voti espressi saranno tratti, nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa, un numero di Amministratori pari al numero totale dei componenti da eleggere, tranne 1 (uno) o 2 (due) secondo quanto infra precisato;

(b) il restante amministratore sarà tratto dalla seconda lista che ha ottenuto il maggior numero di voti ("lista di minoranza") in assemblea, che non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, a coloro che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti, qualora tale lista risulti votata da un numero di azioni rappresentanti meno del 5% del capitale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria o del doppio della quota di partecipazione al capitale sociale stabilita dalla normativa di legge e regolamentare di tempo in tempo vigente per la presentazione delle liste;

(c) qualora invece la lista di minoranza risulti votata da un numero di azioni rappresentanti almeno il 5% del capitale avente diritto di voto nell'assemblea ordinaria o il doppio della quota di partecipazione al capitale sociale stabilita dalla normativa di legge e regolamentare di tempo in tempo vigente per la presentazione delle liste, entrambi i restanti due amministratori saranno tratti dalla predetta lista nell'ordine progressivo con il quale sono elencati nella lista stessa».

#### Con sistema monistico

Riguardo alle società quotate, «le regole approntate dal Codice civile per il sistema monistico si intrecciano con quelle dettate dal TUF (...) e in particolare con gli artt. 147-*ter* e 148 in tema di elezione degli amministratori e degli organi di controllo e dei relativi requisiti, 148-*bis*, che concerne le regole relative al limite posto al cumulo degli incarichi, 149 e 150 sui doveri e sul diritto di informazione dei sindaci, nella misura in cui sono richiamati per il modello di amministrazione e controllo monistico, e infine con l'art. 151-*ter* espressamente dedicato ai poteri del comitato per il controllo sulla gestione»<sup>1084</sup>. Non sussiste, dunque, a livello teorico, ostacolo alcuno alla nomina assembleare del Comitato con votazione distinta da quella per il Consiglio, come avviene per il Collegio sindacale. Intesa Sanpaolo, il cui articolato statutario rappresenta il modello più recente, aggiornato e pionieristico, ha optato per la votazione unica per liste che contengano una sezione con i candidati al Comitato di controllo sulla gestione. Di qui il tenore dell'art. 14 dello statuto, in tema di meccanismi di elezione del Consiglio di amministrazione, approvato nei primi mesi del 2016, iscritto presso il Registro delle Imprese di Torino in data 14 marzo 2016<sup>1085</sup>.

---

<sup>1084</sup> E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit., 198 s., ove opportuni riferimenti agli statuti sociali di Intesa Sanpaolo e Engineering-Ingegneria Informatica S.p.A.

<sup>1085</sup> Rispetto ad esso preme rinviare, per le considerazioni circa l'articolato statutario tutto, a P. MARCHETTI, *Tanto tuonò che piove. Intesa Sanpaolo e il monistico*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 9 ss., spec. a 16 s. L'A. premette una importante "notazione lessicale" circa il fatto che i componenti del Comitato siano consiglieri di amministrazione, "preoccupazione lessicale, funzionale e prodromica a respingere idee di separatezza". Venendo poi ai profili che qui interessano, sia consentito richiamare i rilievi compiuti dall'A., profondo conoscitore del testo oggetto di discussione, di seguito riportato in guisa di paradigma sinanco a livello redazionale: «[p]er ciascuna delle due sezioni deve esser assicurata la presenza della minoranza. Anche se il numero dei rappresentanti della minoranza varia a seconda del numero complessivo dei consiglieri di amministrazione, dalla sezione dei candidati "anche" per il Comitato di controllo, il cui numero è fisso e non risente della variabilità del numero dei componenti del Consiglio, devono sempre essere tratti tre nominativi dalla lista di maggioranza e due dalla lista che abbia ottenuto il secondo maggior numero di voti (art. 14.2.1, 14.2.2). Il peso relativo, comunque, del Comitato (sempre di cinque membri) è tanto maggiore quanto è minore il numero dei componenti del Consiglio (che può variare da 15 a 19). I Consiglieri di minoranza che sono «anche» componenti del Comitato non esauriscono la rappresentanza della minoranza, dato che due o tre dei soli consiglieri devono essere tratti dalla o dalle liste di minoranza. Con il che si deroga all'indicazione dell'art. 148, quarto comma, TUF, che sembrerebbe legittimare (ma le norme si riferiscono, evidentemente, al Comitato di controllo non nominato dall'assemblea) la coincidenza nel monistico della rappresentanza della minoranza consigliere con la minoranza nel Comitato (...). Non si giunge ad imporre che la maggioranza del Comitato sia figlia di una lista diversa da quella che nomina la maggioranza di soli amministratori, risultato ben possibile (e verificatosi per il Collegio sindacale) ove il Comitato fosse eletto con liste separate, ma non impossibile neppure ove si adotti il sistema della lista a sezione. Se infatti la sezione della lista che ottiene il maggior numero di candidati contenesse solo uno o due candidati, la maggioranza dei componenti del Comitato sarebbe necessariamente tratta dalla o dalle liste di minoranza. Il sistema di votazione del monistico di Intesa Sanpaolo consentirà agli investitori istituzionali anche con la lista unica a sezioni di essere la lista che nomina la maggioranza del Comitato, ma non del Consiglio. La *policy* in base alla quale gli investitori presentano per il Consiglio una lista minoritaria non impedirà di candidare la maggioranza dei consiglieri facenti parte anche del Comitato ed una minoranza (per nulla simbolica) di soli consiglieri, purché la somma dei candidati complessivamente eleggibili sia inferiore alla metà dei consiglieri complessivi e anche dei soli consiglieri. Il sistema, dunque, rimane, di regola (ma si è visto come siano possibili eccezioni) quello «parlamentare» della Presidenza delle commissioni di controllo e garanzia alle minoranze. Può, tuttavia, darsi il caso, come si è detto, che, anche nel monistico, la lista di maggioranza non nomini la maggioranza del Consiglio (comprensivo di tutti suoi componenti), che il Presidente del Comitato sia tratto dalla lista che ha riportato il secondo maggior numero di voti, ma che, per la incompletezza di candidati della lista risultata prima per numero di voti e l'operatività del sistema statutario c.d. suppletivo, riesca ad esprimere la maggioranza del Consiglio. Il risultato può essere inevitabile, ma non pone, in definitiva, problemi di incoerenza sistematica (comunque difficilmente eliminabili a livello normativo, in assenza di antidoti statuari) ove dalla lista risultata prima si tragga (per

«Articolo 14. Elezione del Consiglio di amministrazione.

Liste di candidature.

All'elezione dei componenti del Consiglio di amministrazione si procede sulla base di liste presentate dai Soci con le seguenti modalità:

a) tanti Soci che rappresentino almeno lo 0,5%, ovvero la diversa minor percentuale stabilita dalla normativa vigente, del capitale rappresentato da azioni ordinarie possono presentare una lista di candidati contenente da un minimo di 2 (due) a un massimo di 19 (diciannove) nominativi. Ciascuna lista dovrà essere divisa in due sezioni di nominativi, entrambe ordinate progressivamente per numero (cioè con candidati elencati con il numero da uno in avanti in ciascuna sezione) e dovrà indicare separatamente nella prima sezione i candidati alla carica di Consigliere di Amministrazione diversi dai candidati anche alla carica di componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione e nella seconda sezione i soli candidati alla carica di Consigliere e componente del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Le liste sono depositate presso la sede sociale almeno venticinque giorni prima di quello previsto per l'assemblea chiamata a deliberare sulla nomina dei Consiglieri, corredate delle informazioni relative ai Soci che hanno presentato le liste, con l'indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta, nonché di una dichiarazione dei medesimi candidati che, unitamente alla loro accettazione della candidatura, attestino il possesso dei requisiti previsti per tutti o alcuni dei Consiglieri dalla disciplina legale, regolamentare e statutaria e fornisca un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali e professionali di ciascuno dei candidati e sugli incarichi direttivi, di amministrazione e di controllo da essi ricoperti presso altre società, nonché ogni elemento informativo utile alla complessiva valutazione di idoneità per la carica ricoperta, secondo lo schema che sarà preventivamente reso pubblico dalla Società, anche tenendo conto degli orientamenti delle Autorità di vigilanza. Al fine di comprovare la titolarità del numero delle azioni necessarie alla presentazione delle liste, la relativa comunicazione può essere prodotta anche successivamente al deposito purché almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea con le modalità previste dalla normativa vigente;

b) ciascun Socio e i Soci appartenenti al medesimo gruppo o che aderiscano ad un patto parasociale avente ad oggetto azioni della Società non possono presentare, né coloro ai quali spetta il diritto di voto possono votare, più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie. I Soci che presentano una lista e che siano diversi dagli Azionisti che detengono una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa devono altresì presentare una dichiarazione che attestino l'assenza, nei confronti di tali Azionisti, di rapporti di collegamento qualificati come rilevanti dalla normativa vigente. A pena di ineleggibilità, un candidato può essere presente in una sola lista e, all'interno di una lista, in una sola sezione della medesima;

c) ciascuna lista contenente un numero di candidati pari o superiore a 3 (tre): *i*) deve essere composta in modo tale da assicurare l'equilibrio di generi previsto dalla normativa vigente; *ii*) deve altresì contenere un numero di candidati in possesso del requisito di indipendenza *infra* definito in misura pari ad almeno due terzi dei candidati complessivamente presenti nella lista e, inoltre, *iii*) deve contenere, nella prima sezione, almeno un candidato in possesso del requisito di professionalità già definito all'Articolo precedente dello Statuto e, nella seconda sezione, almeno un candidato ogni due o frazione di due in possesso del medesimo requisito di professionalità. Ai presenti fini, per la quota di candidati in possesso dei requisiti richiesti in ciascuna lista valgono i

---

insufficienza di candidature) sì la minoranza del numero complessivo dei componenti il Consiglio, ma la maggioranza dei consiglieri membri del Comitato». Cfr., in argomento, rispetto allo statuto medesimo, E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit., 204 s.

criteri di arrotondamento pertinenti a ciascun requisito, come precedentemente regolati dallo Statuto;

d) nel caso in cui alla data di scadenza del termine di cui alla lett. *a)* sia stata depositata: *i)* una sola lista; *ii)* una sola lista con candidati limitati alla seconda sezione; *iii)* una o più liste con candidati limitati alla sola prima sezione, oppure *d.ii)* solo liste presentate da Soci che in base alla normativa vigente risultino collegati tra loro, la Società ne dà prontamente notizia mediante un comunicato inviato ad almeno due agenzie di stampa; in tal caso, possono essere presentate liste fino al termine previsto dalla normativa vigente, ferme restando le altre condizioni e modalità di presentazione stabilite nelle disposizioni precedenti;

e) sono comunque fatte salve diverse e ulteriori disposizioni previste dalla normativa vigente in ordine alle modalità e ai termini della presentazione e pubblicazione delle liste.

La lista per la quale non sono osservate le prescrizioni di cui sopra è considerata come non presentata. Eventuali irregolarità delle liste che riguardino singoli candidati, tuttavia, non comportano automaticamente l'esclusione dell'intera lista, bensì dei soli candidati a cui si riferiscono le irregolarità.

Votazione.

Dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti ("lista di maggioranza"), in base all'ordine progressivo con il quale sono in essa elencati e fino ad esaurimento dei candidati presenti nella pertinente sezione della lista, sono tratti tutti i componenti del Consiglio di amministrazione eccetto cinque componenti nel caso di Consiglio composto da 19 o da 18 Consiglieri, ovvero, negli altri casi, sono tratti da tale lista tutti i componenti del Consiglio di amministrazione eccetto quattro componenti. In particolare, dalla seconda sezione della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti sono in ogni caso prelevati nel loro ordine progressivo tre Consiglieri, per assumere altresì la carica di componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione; gli altri Consiglieri riservati a tale lista sono prelevati dalla prima sezione di essa sempre in base all'ordine progressivo in cui sono in essa elencati.

Due Consiglieri sono tratti, nel loro ordine progressivo, dalle prime due posizioni della seconda sezione della lista che abbia candidati idonei a far parte del Comitato per il Controllo sulla Gestione e sia risultata seconda per maggior numero di voti ("prima lista di minoranza") e che non sia stata presentata o votata da parte di Soci collegati, secondo la normativa vigente, con i Soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Il primo di tali Consiglieri assume la carica di Presidente del Comitato per il Controllo sulla Gestione.

Gli altri componenti del Consiglio di amministrazione per qualunque ragione non eletti ai sensi dei precedenti paragrafi del presente Articolo – anche per eventuale insufficienza dei candidati presenti nelle liste – sono tratti proporzionalmente dalle liste diverse da quella che ha ottenuto il maggior numero di voti ("liste di minoranza", intendendosi tra queste inclusa anche la prima lista di minoranza), purché tali liste, prese complessivamente, abbiano ottenuto voti almeno pari al 10% del capitale ordinario rappresentato in Assemblea. I voti ottenuti da ognuna delle liste sono divisi successivamente per uno, due, tre, quattro e così via secondo il numero dei componenti da eleggere. I quozienti così ottenuti sono assegnati progressivamente ai candidati di ciascuna sezione di dette liste, secondo l'ordine rispettivamente previsto dalle stesse due sezioni. I quozienti attribuiti ai candidati delle varie liste vengono disposti in due graduatorie decrescenti, una per ciascuna sezione delle liste, fatta eccezione per i primi due quozienti della seconda sezione della lista dalla quale sono stati già prelevati i candidati nominati ai sensi del precedente paragrafo.

Risultano eletti Consiglieri di Amministrazione coloro che hanno ottenuto i quozienti più elevati nella rispettiva graduatoria delle liste diverse da quella che ha ottenuto il maggior numero di voti, fino al numero necessario a completare la composizione del Consiglio di amministrazione.

Qualora non fosse possibile completare la composizione del Consiglio e del Comitato secondo la procedura definita ai paragrafi precedenti, a ciò si provvede prelevando dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, nell'ordine in essa presenti, gli eventuali candidati non ancora eletti che consentano di rispettare i requisiti richiesti dalla normativa vigente e dallo Statuto.

Parità di quoziente e ballottaggio.

Nel caso in cui più candidati abbiano ottenuto lo stesso quoziente, risulta eletto il candidato della lista dalla quale non sia stato eletto ancora alcun Consigliere o sia stato eletto il minor numero di Consiglieri. Nel caso in cui nessuna di tali liste abbia ancora eletto un Consigliere ovvero tutte abbiano eletto lo stesso numero di Consiglieri, nell'ambito di tali liste risulta eletto il candidato di quella che abbia ottenuto il maggior numero di voti. In caso di parità di voti di lista e sempre a parità di quoziente, si procede a ballottaggio mediante nuova votazione da parte dell'intera Assemblea, risultando eletto il candidato che abbia ottenuto la maggioranza semplice dei voti.

Meccanismo suppletivo.

Se al termine delle votazioni la composizione del Consiglio di amministrazione non rispettasse l'equilibrio di generi previsto dalla normativa vigente, si procederà ad escludere il candidato appartenente al genere sovra rappresentato che abbia riportato il quoziente più basso. Il candidato escluso sarà sostituito dal candidato successivo appartenente al genere sottorappresentato tratto dalla medesima lista del candidato escluso. Tale procedura, occorrendo, sarà ripetuta sino a che la composizione del Consiglio risulti conforme alla disciplina vigente.

Qualora, anche a seguito della superiore procedura di sostituzione, non fossero eletti in numero sufficiente Consiglieri aventi i requisiti di cui all'Articolo precedente, si procederà a nuove sostituzioni secondo una procedura analoga a quella prevista nel primo comma, escludendo i candidati che abbiano riportato il quoziente più basso e che non abbiano taluno dei requisiti previsti, sempre nel rispetto delle vigenti norme in materia di equilibrio dei generi.

Ai soli fini della presente disposizione, ai candidati di tutte le liste sono attribuiti progressivamente i quozienti corrispondenti ai voti ottenuti da ciascuna lista, secondo la procedura *infra* definita, secondo e terzo periodo.

Completamento degli assetti.

Qualora l'applicazione dei criteri di cui ai punti precedenti non consenta di eleggere tutti i componenti del Consiglio di amministrazione o non consenta di elegerli nel rispetto dei requisiti anche di indipendenza e genere richiesti, provvede l'Assemblea seduta stante, con delibera adottata a maggioranza semplice su proposta dei soggetti presenti cui spetta il diritto di voto, nel rispetto della necessaria rappresentanza delle minoranze, secondo i criteri indicati all'Articolo successivo.

Lista unica.

In caso di presentazione di una sola lista di candidati i componenti del Consiglio di amministrazione saranno eletti nell'ambito di tale lista, sino a concorrenza dei candidati in essa inseriti, prelevando dalla seconda sezione della lista tutti i componenti del Comitato per il Controllo sulla Gestione.

Assenza di liste.

Ove nei termini non sia stata presentata alcuna lista, l'Assemblea delibera (tanto per la nomina del Consiglio di amministrazione, quanto per la nomina del Comitato per il Controllo sulla Gestione) a maggioranza relativa del capitale rappresentato in Assemblea, fermo restando il necessario rispetto dei requisiti previsti dalla normativa vigente e dallo Statuto. Nel caso di parità di voti tra più candidati, si procede ad una ulteriore votazione per ballottaggio.

Elezione del Presidente e dei Vice Presidenti.

L'Assemblea elegge a maggioranza relativa il Presidente del Consiglio di amministrazione e uno o più Vice-Presidenti».

#### **4.2.2. Profili redazionali: nomina del Collegio sindacale.**

«Il Collegio sindacale è composto da \_ ( ) sindaci effettivi e \_ ( ) supplenti. I sindaci durano in carica per \_ ( ) esercizi e sono rieleggibili. I sindaci devono essere in possesso dei requisiti anche inerenti al limite al cumulo degli incarichi prescritti dalla normativa vigente in materia.

Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dalla carica, coloro che si trovano nelle situazioni impeditive e di ineleggibilità o che non siano in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza previsti dalla normativa vigente.

In particolare, per quanto concerne i requisiti di professionalità, in relazione a quanto previsto (ove applicabile) *ex* art. 1, comma terzo, D.M. 30 marzo 2000, n. 162, con riferimento al medesimo articolo, comma secondo, lett. *b*) e *c*), si precisa che per “materie strettamente attinenti alle attività svolte dalla Società” si intendono le materie e i settori di attività connessi o inerenti all'attività esercitata dalla Società e di cui all'oggetto sociale.

L'Assemblea ordinaria procede all'elezione dei membri effettivi e supplenti del Collegio sindacale secondo le modalità di seguito indicate e nel rispetto della disciplina *pro tempore* vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Tanti soci che rappresentino almeno il 2,5% (due virgola cinque per cento) del capitale sociale costituito da azioni aventi diritto di voto, ovvero la minore percentuale eventualmente stabilita o richiamata da disposizioni di legge o regolamentari, possono presentare una lista di candidati ordinati progressivamente per numero, depositandola presso la sede sociale almeno 15 (quindici) giorni prima di quello fissato per l'Assemblea in prima convocazione a pena di decadenza, ferme eventuali ulteriori forme di pubblicità e modalità di deposito prescritte dalla disciplina anche regolamentare *pro tempore* vigente.

La lista, che reca i nominativi, contrassegnati da un numero progressivo, di uno o più candidati, indica se la singola candidatura viene presentata per la carica di sindaco effettivo ovvero per la carica di sindaco supplente.

Le liste che presentino un numero complessivo di candidati pari o superiore a tre devono essere composte da candidati appartenenti ad entrambi i generi, in modo che appartengano al genere meno rappresentato nella lista stessa almeno un terzo (arrotondato all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco effettivo e almeno un terzo (arrotondato all'eccesso) dei candidati alla carica di Sindaco supplente.

Ogni socio, i soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF, il soggetto controllante, le società controllate e quelle soggette a comune controllo ai sensi dell'art. 93 TUF non possono presentare o concorrere alla presentazione, neppure per interposta persona o società fiduciaria, di più di una sola lista né possono votare liste diverse ed ogni candidato potrà

presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Le adesioni e i voti espressi in violazione di tale divieto non saranno attribuiti ad alcuna lista.

Le liste devono essere corredate da:

- a) informativa circa l'identità dei soci che hanno presentato le liste, con l'indicazione della percentuale di partecipazione complessivamente detenuta e di una certificazione rilasciata da un intermediario abilitato ai sensi di legge dalla quale risulti la titolarità di tale partecipazione;
- b) dichiarazione dei soci diversi da quelli che detengono, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, attestante l'assenza di rapporti di collegamento quali previsti dalla normativa anche regolamentare vigente con questi ultimi;
- c) informativa esauriente sulle caratteristiche personali dei candidati; dichiarazione dei medesimi, attestante, sotto la propria responsabilità, l'inesistenza di cause di ineleggibilità e incompatibilità, il possesso dei requisiti prescritti per le rispettive cariche; elenco degli incarichi di amministrazione e controllo eventualmente ricoperti in altre società.

La lista per la quale non vengono rispettate le statuizioni di cui sopra è considerata come non presentata.

All'esito della votazione risulteranno eletti: alla carica di sindaco effettivo e Presidente del Collegio sindacale il candidato sindaco effettivo indicato con il numero 1 (uno) della lista che ha ottenuto il secondo miglior risultato e che ai sensi della normativa anche regolamentare vigente non sia collegata, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista che ha ottenuto il maggior numero di voti; alla carica di sindaco effettivo i candidati sindaci effettivi indicati rispettivamente con il numero 1 (uno) e numero 2 (due) della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti; alla carica di sindaci supplenti i candidati sindaci supplenti indicati con il numero 1 (uno) sia della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti sia della lista che ha ottenuto il secondo miglior risultato di cui al presente comma.

Nel caso in cui due o più liste abbiano riportato il medesimo numero di voti si procederà ad una nuova votazione. In caso di ulteriore parità tra le liste poste in votazione, prevale quella presentata da soci in possesso, sulla base delle indicazioni fornite in sede di presentazione delle liste, della maggiore partecipazione ovvero, in subordine, dal maggior numero di soci.

Qualora con le modalità sopra indicate non sia assicurata la composizione del Collegio sindacale, nei suoi membri effettivi, conforme alla disciplina *pro tempore* vigente inerente l'equilibrio tra generi, si provvederà, nell'ambito dei candidati alla carica di sindaco effettivo della lista che ha ottenuto il maggior numero di voti, alle necessarie sostituzioni, secondo l'ordine progressivo con cui i candidati risultano elencati.

In caso di mancata presentazione di liste, così come in caso di presentazione di una sola lista, l'Assemblea delibera con le maggioranze di legge, fermo il rispetto della disciplina *pro tempore* vigente inerente l'equilibrio tra generi.

In caso di sostituzione di un sindaco, subentra il supplente appartenente alla medesima lista di quello cessato. Resta fermo che la presidenza del Collegio Sindacale rimarrà in capo al sindaco di minoranza e che la composizione del Collegio Sindacale dovrà rispettare la disciplina *pro tempore* vigente inerente l'equilibrio tra generi.

Quando l'Assemblea deve provvedere alla nomina dei sindaci effettivi e/o dei supplenti necessaria per l'integrazione del Collegio Sindacale si procede come segue. Qualora si debba provvedere alla sostituzione di sindaci eletti nella lista di maggioranza, la nomina avviene con votazione a maggioranza relativa senza vincolo di lista; qualora, invece, occorra sostituire sindaci

eletti nella lista di minoranza, l'Assemblea li sostituisce con voto a maggioranza relativa, scegliendoli fra i candidati indicati nella lista di cui faceva parte il sindaco da sostituire.

Qualora l'applicazione di tali procedure non consentisse, per qualsiasi ragione, la sostituzione dei sindaci designati dalla minoranza, l'Assemblea provvederà, con votazione a maggioranza relativa, previa presentazione di candidature da parte di soci che, da soli o insieme ad altri, siano complessivamente titolari di azioni con diritto di voto rappresentanti almeno la percentuale sopra richiamata in relazione alla procedura per la presentazione di liste; tuttavia, nell'accertamento dei risultati di quest'ultima votazione non verranno computati i voti dei soci che, secondo le comunicazioni rese ai sensi della vigente disciplina, detengono, indirettamente o congiuntamente con altri soci aderenti ad un patto parasociale rilevante ai sensi dell'art. 122 TUF, la maggioranza relativa dei voti esercitabili in Assemblea, nonché dei soci che controllano, sono controllati o sono assoggettati a comune controllo dei medesimi.

Le procedure di sostituzione di cui ai commi che precedono devono in ogni caso assicurare il rispetto della vigente disciplina inerente l'equilibrio tra generi».

#### In presenza di categorie di azioni

«La nomina dei componenti del Collegio Sindacale avviene sulla base di liste che debbono essere presentate disgiuntamente da titolari di Azioni A e da titolari di Azioni B. Le liste dovranno essere composte di due sezioni: l'una per la nomina dei sindaci effettivi e l'altra per la nomina dei sindaci supplenti, nelle quali i candidati dovranno essere elencati mediante un numero progressivo.

Ogni Socio può presentare o concorrere alla presentazione di una sola lista per ogni categoria di azioni possedute. Ogni candidato può presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità.

Le liste, che potranno essere depositate presso la sede sociale prima dell'Assemblea Generale o presentate nel corso della stessa, dovranno includere i *curriculum vitae* di ogni candidato, le dichiarazioni con cui ogni candidato ivi elencato accetta l'incarico in caso di nomina, nonché l'elenco degli incarichi di amministrazione e di controllo dagli stessi ricoperti presso altre società.

Alla elezione dei sindaci si procederà come di seguito precisato: a) dalla lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti, due membri effettivi e un membro supplente; b) dalla lista che avrà ottenuto il maggior numero di voti, tra quelle presentate dai titolari di Azioni B, saranno tratti – dalla relativa sezione – un membro effettivo, che assumerà la carica di presidente del Collegio Sindacale, e un membro supplente».

*Whenever you find yourself on the side of the majority, it is time to reform (or pause and reflect).*  
— Mark Twain

### 4.2.3. Casistica.

Nel valutare l'opportunità di considerare la fattispecie del voto di lista in guisa di una vera e propria *best practice*, si ritiene essenziale dare qui conto delle questioni rilevate nella prassi in relazione ad essa.

Il “sommovimento tellurico”<sup>1086</sup> che è conseguito all'introduzione delle disposizioni sul voto di lista e i relativi problemi di interpretazione e coordinamento rispetto alla disciplina societaria hanno infatti sollevato una serie di questioni rispetto alle quali il sistema del “voto di lista” può apparire meno semplice di quanto le premesse teoriche possano condurre a ritenere<sup>1087</sup>. Tra i casi già ampiamente trattati in dottrina si ricordano quello in cui nessun azionista ha presentato una propria lista<sup>1088</sup>; quello in cui il numero totale di candidati presentati (in liste diverse) è inferiore al numero di posti da coprire<sup>1089</sup> e quello in cui la lista che ottiene il maggior numero di voti non è composta da un numero di candidati sufficiente a completare l'organo consiliare<sup>1090</sup>.

Di seguito si affrontano invece alcune problematiche che si intrecciano con il tema del voto di lista<sup>1091</sup>, in relazione a: (i) incremento del numero di membri del Consiglio di amministrazione

<sup>1086</sup> L'espressione è utilizzata da G. COTTINO, *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, cit., a 7.

<sup>1087</sup> M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 30 s.

<sup>1088</sup> Esso si è verificato in varie società “privatizzate”, in cui l'azionista pubblico ha presentato liste “incomplete” (o *short slates*), mentre le minoranze non avevano presentato proprie candidature, stante la difficoltà di raggiungere il *quorum* statutario previsto, v. M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 30 e nota 25.

<sup>1089</sup> Ciò si è verificato «nell'assemblea di aprile 2014 di Telecom Italia, dove gli investitori istituzionali hanno presentato una lista incompleta (3 soli candidati), risultata poi di maggioranza, mentre la lista “completa” presentata da Telco ha ottenuto i 3 posti riservati alle minoranze. Un caso analogo si è verificato nell'elezione del collegio sindacale di aprile 2013 di Azimut (qui la presidenza del collegio era andata all'unico candidato di Timone, risultato “di minoranza”). In questi casi l'assemblea ha colmato il *gap* con un voto a maggioranza su candidature formulate al momento (nel caso di Azimut, ancora un candidato di Timone). Un caso diverso si è verificato in Txt, dove l'azionista di maggioranza ha ripetutamente presentato una lista incompleta, lasciando più posti alla lista (“di minoranza” in base ai voti ricevuti) presentata da *partner* industriali, che hanno espresso poi presidente e amministratore delegato; il numero complessivo di candidati era però pari al totale dei posti da coprire, sicché nessuna votazione suppletiva è risultata necessaria (il risultato corrisponde verosimilmente ad accordi, quanto meno taciti, tra i soci)», v. M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 30 e nota 25.

<sup>1090</sup> Nel secondo e nel terzo caso, solitamente, gli statuti fanno “appello al popolo sovrano” (rendendo così possibile che l'elezione avvenga senza *quorum* per la presentazione delle candidature, senza *disclosure* preventiva, e persino senza rappresentanza delle minoranze). Analogamente a quanto accade negli *States*, si verifica una sostanziale paralisi degli investitori istituzionali che, votando per delega ben prima dell'effettiva data dell'assemblea, non possono conferire istruzioni *contingent-based* ai loro rappresentanti risultando, in altre parole, di fatto costretti a non partecipare alle votazioni, v. M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, cit., 31.

<sup>1091</sup> Benché non oggetto di approfondimento specifico, preme ricordare come i giudici ambrosiani si siano pronunciati anche su una questione di carattere generale, asserendo come, laddove sia statutariamente previsto

entro i limiti statutari, (ii) più in generale, modifiche statutarie inerenti alle cariche sociali; (iii) *gender diversity*; (iv) direzione e coordinamento; (v) modelli alternativi di amministrazione e controllo; (vi) banche popolari e (vii) fondi di investimento.

### 3.2.3.1. Incremento del numero di consiglieri.

Quanto ai componenti del Consiglio, rimanendo all'interno del *range* numerico previsto nello statuto sociale, la questione è risolvibile guardando alla *ratio* del voto di lista: l'intenzione di garantire alla minoranza, nella fase genetica del nuovo organo amministrativo, il numero minimo di amministratori imperativamente previsto dalla legge<sup>1092</sup>. Parimenti, è opportuno, per un verso, guardare alle locuzioni utilizzate nello statuto e nelle normative regolamentari, per altro verso, alle posizioni dottrinali e giurisprudenziali. Laddove, come nella maggior parte dei casi accade, l'articolo dello statuto sociale che regola la procedura di voto di lista si riferisca alla nomina "del Consiglio di amministrazione", appare ragionevole derivare dall'espressione il fatto che ci si rivolga alla nomina *ex novo* dell'intero organo amministrativo, non dei singoli. Ciò implica che, qualora, nel corso del mandato del Consiglio così nominato, si intenda ampliare l'organo medesimo, essendo soddisfatti i requisiti minimi di legge, si proceda secondo le maggioranze ordinarie.

Senza che rilevi in alcun modo il numero complessivo degli amministratori, il voto di lista mira a consentire che almeno un consigliere costituisca davvero l'espressione della minoranza. Del resto, se, da un lato, il numero minimo di consiglieri indipendenti muta al variare della composizione numerica complessiva dell'organo, dall'altro lato, il numero minimo di consiglieri di minoranza rimane inalterato. Quindi, anche qualora, in corso di mandato, il peso relativo della minoranza nell'organo collegiale dovesse variare per effetto dell'incremento dei membri della maggioranza, i soci di minoranza non sarebbero in alcun modo lesi. Parimenti, essi non potrebbero ritenersi lesi nemmeno nell'ipotesi in cui non avessero presentato una lista e si verificasse un incremento del numero complessivo dei consiglieri. Questo trova conferma con riguardo all'affine tematica dell'incremento del numero di membri del Consiglio al venir meno di un suo componente: «[n]on è applicabile [– affermano i giudici del Tribunale ambrosiano –] la clausola statutaria con la quale si prescrive il voto di lista per la nomina dei componenti del Consiglio di amministrazione, se l'assemblea è chiamata a sostituire un amministratore revocato con altro componente»<sup>1093</sup>. Al contrario, la mancata applicazione del voto di lista nel caso di sostituzione di uno (o più) consigliere(i) di minoranza è questione discussa; in altre parole, la possibilità di garantire la conservazione del "proprio" consigliere di minoranza è questione non

---

il meccanismo di voto di lista, debba ritenersi *illegittimo per contrarietà a buona fede* il comportamento del socio di maggioranza *intenzionalmente ometta di presentare* la propria lista, in modo tale da determinare l'applicazione della disciplina codicistica ed impedire così la rappresentanza dei soci di minoranza in consiglio (Trib. Milano, 29 marzo 2012, in *Giurisprudenza delle imprese*, consultabile all'indirizzo [www.giurisprudenzadelleimprese.it/voto-di-lista-mancata-presentazione-delle-liste-da-parte-del-socio-di-maggioranza-e-provvedimento-durgenza/#.Wq9rtJPwb6Y](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it/voto-di-lista-mancata-presentazione-delle-liste-da-parte-del-socio-di-maggioranza-e-provvedimento-durgenza/#.Wq9rtJPwb6Y), corsivo aggiunto).

<sup>1092</sup> Tale obiettivo è confermato dalla recente trasposizione del nostro ordinamento della Direttiva europea in tema di *shareholders' rights*, di cui *supra*, 2.2.2. Shareholders' Rights Directive II.

<sup>1093</sup> Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2352 e, in senso conforme, Trib. Milano, 19 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 532. Detto rilievo è condiviso senza riserve nel commento a cura di V. SALAFIA, *Condizioni per la validità delle deliberazioni assembleari e approvazione del bilancio*, in *Soc.*, 2004, 897.

cristallina. Riguardo a detta problematica, mentre taluni sostengono la tesi positiva<sup>1094</sup>, talaltri osservano che il legislatore ha inteso non tanto assicurare alla minoranza un amministratore in seno al Consiglio, quanto piuttosto «un risultato, uno strumento o un mezzo» per esprimere un consigliere in occasione della nomina del Consiglio<sup>1095</sup>. Da ultimo, ciò trova conforto nella prassi<sup>1096</sup>, senza che consti alcun rilievo sul punto per parte della Autorità di Vigilanza.

### 3.2.3.2. Modifiche statutarie e cariche sociali.

Se è pacifico, come affermata prassi notarile prova<sup>1097</sup>, che nel corso di una assemblea si possano assumere delibere conseguenti a una modifica statutaria aventi effetto dal giorno in cui la relativa modifica è iscritta nel Registro delle imprese; non è parimenti ammissibile che una assemblea di bilancio chiamata a rinnovare le cariche possa apportare in sede straordinaria le modifiche e in sede ordinaria nominare le cariche applicando già il sistema appena approvato. Una adeguata informativa rispetto alla procedura è infatti elemento di primaria importanza rispetto ad ogni questione affrontata. Di qui, appare ragionevole ritenere come una lista proposta, approvata dall'assemblea previa opportuna anticipazione nell'avviso di convocazione, non potrà essere esclusa in ragione del fatto che la stessa era priva dei requisiti richiesti dalla disciplina statutaria al momento della presentazione. Al contempo, i suoi candidati non potranno essere eletti, non essendo gli stessi conformi allo statuto al momento di efficacia dell'elezione delle cariche, coincidente con l'entrata in vigore del novellato statuto.

### 3.2.3.3. Quote di genere.

Veniamo ora ad un tema di non sopito interesse, che ha altresì dimostrato l'efficacia del sistema<sup>1098</sup>: le quote di genere all'interno del Consiglio di amministrazione<sup>1099</sup> di società

---

<sup>1094</sup> In giurisprudenza, Trib. Milano 19 settembre 2007, *cit.*, con nota di M. SPIOTTA, *Brevi note in tema di delibere consiliari e voto di lista*; in dottrina, G. GUIZZI, *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, *cit.*, 3.

<sup>1095</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, *cit.*, 203.

<sup>1096</sup> Sia consentito rinviare, in argomento, ai verbali assembleari delle società: DeA Capital S.p.A. (Gruppo De Agostini) del 3 marzo 2009, Prysman S.p.A. del 15 aprile 2010, Risanamento S.p.A. del 6 maggio 2008.

<sup>1097</sup> «[I]l principio – stabilito nell'art. 2436 c.c. – secondo cui le modifiche statutarie acquistano efficacia solo “dopo l'iscrizione” nel Registro delle Imprese non impedisce che vengano assunte, a cura degli organi sociali muniti della relativa competenza, delibere fondate sulla modificazione statutaria approvata ma non ancora iscritta; l'efficacia di tali delibere è subordinata all'iscrizione nel Registro delle Imprese della modificazione statutaria che ne costituisce il presupposto», CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 19. Efficacia dell'iscrizione al Registro delle Imprese delle modificazioni statutarie*, 2004, consultabile all'indirizzo [www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/19.aspx](http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/19.aspx).

<sup>1098</sup> La percentuale di donne risultante alla fine dell'ultima stagione assembleare è in costante e progressivo aumento rispetto agli anni passati. Il numero medio delle donne che siedono in consiglio è più elevato nelle società a maggiore capitalizzazione nel settore finanziario. [In linea con il panorama europeo,] particolarmente significativo è il dato che prova come con sempre maggiore frequenza le donne ricoprano incarichi di amministrazione in più di un emittente (31% rispetto al 18% nel 2013), v. COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di autodisciplina*, dicembre 2017, 4-6 e A. CIAVARELLA, *Board diversity e performance delle imprese quotate in Europa*. Quaderno di Finanza n. 85, dicembre 2017.

<sup>1099</sup> Il riferimento è qui da intendersi come rivolto al modello tradizionale, cfr. U. MORERA, *Sulle ragioni*

quotate<sup>1100</sup>, con cui si è realizzata l'inclusione di donne nelle liste di minoranza in misura statisticamente superiore sia rispetto a quelle previste dalla lista di maggioranza sia rispetto al valore minimo previsto nella legge Golfo-Mosca<sup>1101</sup>. Quest'ultima, occorre precisarlo, «ha dato

---

*dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 155 ss.; R. DE RITIS, *L'introduzione delle c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 309 ss.; P. MONACO, *Le quote di genere nei corporate boards: profili di diritto comparato*, in AA.VV., *L'egualianza alla prova delle azioni positive*, a cura di F. Spitaleri, Giappichelli, Torino, 2013, 85 ss.; C. GARILLI, *Le azioni positive nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, 885 ss.; M. BIANCO, A. CIAVARELLA, R. SIGNORETTI, *Women on Boards in Italy*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 70, ottobre 2011. Pur tuttavia, la questione delle quote di genere trova ampia eco anche negli altri modelli: «non mi azzardo in questo difficile terreno, ma non posso tacere quel che autorevolmente il più alto esponente apicale, tanto per usare un *identikit* tecnico-gergale, ebbe ad affermare in una giornata di studio all'Università Bocconi nel settembre 2015. Mi riferisco alla difficoltà che tuttora si registra in molte imprese di reperire tra gli *executives* di vertice esponenti del c.d. genere meno rappresentato. Nel dualistico la disciplina di genere si applica anche al Consiglio di gestione [...]. Nel monistico il c.d. equilibrio di genere si applica al Consiglio di amministrazione nel suo insieme, non al Comitato per il controllo sulla gestione (...)», così P. MARCHETTI, *Tanto tuonò che piovve. Intesa Sanpaolo e il monistico*, cit., a 11 s. Cfr. E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit., 195 ss.; M. SARALE, *Quote di genere e sistema monistico: precisazioni e omissioni nella legge Golfo Mosca*, ibidem, 213 ss., ove l'A., rinviano ad altro A. (A. SCAFIDI, *Commento all'art. 147-quarter*, in *Il testo unico della finanza. Le leggi commentate*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Utet, Torino, 2012, 1978, II comma, 1-bis), sottolinea come il raccordo tra le disposizioni sia stato realizzato con superficialità, in modo disarmonico, «frettolosamente e dunque non senza imprecisioni», e, per una comparazione con la situazione in Spagna, R. PALÁ-LAGUNA, L. ESTEBAN-SALVADOR, *Gender Quota for Boards of Corporations in Spain*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2016, vol. 17, 379 ss., spec. § 3.

<sup>1100</sup> Pare interessante sottolineare come Pirelli S.p.A., effettuato il *delisting*, nell'autunno 2015, abbia immediatamente modificato lo statuto, eliminando il riferimento alla disciplina sul riparto delle quote (v. M. SARALE, *Quote di genere e sistema monistico: precisazioni e omissioni nella legge Golfo Mosca*, cit.: «[m]a il cammino è ancora lungo e non è azzardato allora pensare che non appena cadrà il vincolo normativo le società si affretteranno a ritornare alle scelte dei “soliti noti”, quasi che la *gender diversity* sia stata niente più che una curiosa nota di colore», a 231 e nota 51).

<sup>1101</sup> Pioniere nell'introdurre quote di genere già nel 2005, lo stato norvegese rappresenta l'apripista rispetto alle successive esperienze di Italia, Francia e Germania (v. G. FERRARI, V. FERRARO, P. PROFETA, C. PRONZATO, *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, IZA Discussion Paper No. 10239, settembre 2016, cui si rinvia pure per l'ampia ed aggiornata bibliografia economica in argomento). La c.d. Legge Golfo-Mosca, riguardante la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate, estende la sua portata alle «società, costituite in Italia, controllate da pubbliche amministrazioni ai sensi dell'art. 2359, commi primo e secondo, c.c., non quotate in mercati regolamentati (art. 2), demandando però per queste ultime le modalità di attuazione ad un successivo regolamento, emanato con oltre un anno di ritardo (D.P.R. 20 novembre 2012, n. 251, entrato in vigore il 12 febbraio 2013). Empiricamente, sia M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 944 sia G. FERRARI, V. FERRARO, P. PROFETA, C. PRONZATO, *cit.*, ove le AA. provano *inter alia* che: (i) il meccanismo delle quote di genere conduca ad un generale miglioramento della selezione dell'intero consiglio, in una prospettiva marcatamente “*merit-oriented*” (v. *Section 5* e tabella 8), (ii) al contrario rispetto a quanto accade in Norvegia, i risultati della società non hanno subito alcun peggioramento dall'introduzione della Legge Golfo-Mosca ad oggi (v. figure 1 e 2, nonché tabella 11, per una più completa prospettiva temporale e l'evoluzione delle relative caratteristiche del *Board*), bensì, a testimonianza della maggiore avversione al rischio rispetto al genere più rappresentato, si registra una riduzione della variabilità dei prezzi delle azioni. Più di recente, si osserva però come, «[i]n presenza del vincolo esterno introdotto dalla legge Golfo-Mosca, le società [abbiano], di preferenza, nominato donne di maggiore esperienza o comunque di più consolidata reputazione. Ciò ha però causato tra esse un incremento sensibile delle situazioni di multi-carica» (ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017)*. *Note e studi 2/2018*, febbraio 2018, a 22 e figura 11).

buona prova di sé nelle società in cui la partecipazione “di mercato”, rappresentata da investitori istituzionali, è costante e sufficientemente significativa»<sup>1102</sup>.

Laddove il numero di consiglieri del genere meno rappresentato<sup>1103</sup> tratto dalla lista di maggioranza sia inferiore a quello prescritto dalla normativa vigente, ma il componente eletto (o i componenti eletti) dalla lista di minoranza comunque permetta(no) di raggiungere il numero minimo di consiglieri del genere meno rappresentato previsto da detta normativa, è opportuno esaminare se escludere l'ultimo degli eletti tratto dalla lista di maggioranza – appartenente al genere più rappresentato – a favore del candidato di genere meno rappresentato – appartenente alla lista con ordine progressivo più elevato. Ebbene, confrontando la disciplina in tema di voto di lista e di “genere meno rappresentato”, tra esse si evidenzia una assenza di coordinamento a livello normativo primario e secondario: il legislatore si limita infatti a regolare il *risultato* della rappresentazione del genere meno rappresentato, lasciando allo statuto la definizione delle modalità con cui realizzarlo. A dispetto di questa mancanza, qualora la fisiologica ripartizione dei candidati tra le liste non consenta di raggiungere il risultato auspicato, pare ragionevole sia la lista di maggioranza a contribuire alla soddisfazione della quota del genere meno rappresentato.

Guardando agli statuti che *espressamente* regolano questa situazione, si annoverano le soluzioni seguenti: (i) un incremento del numero dei consiglieri tratti dalla lista che ha riportato il secondo maggior numero di voti nella medesima misura, ove tale lista sia effettivamente capiente; (ii) un impiego di consiglieri individuati mediante apposite votazioni dall'assemblea, come accade a seguito della mancata presentazione di liste. Siffatto procedimento, a differenza di quanto avviene nell'ipotesi – che, a ben vedere, costituisce un *minus* rispetto alla stessa mancata presentazione di liste – in cui dalla lista non si riesca a trarre l'esatto numero di consiglieri predeterminato dall'assemblea, non è utilizzabile per comporre il Consiglio.

Ebbene, la maggior parte degli statuti prevede che sia l'assemblea a deliberare rispetto a nominativi di soggetti non eletti della lista di maggioranza e/o minoranza. Non sono tenuti ad astenersi coloro i quali abbiano presentato liste da cui erano stati tratti i nominativi eletti in numero non tale però da coprire tutti i posti disponibili. Parimenti nemmeno quella lista che ha riportato il secondo numero di voti non è tenuta ad astenersi dal nominare soggetti non presenti nella lista che ha riportato il maggior numero di voti, ma comunque proposti in assemblea da presentatori di tale lista. Nel momento in cui detti soci non hanno presentato una lista con un numero di candidati sufficiente al fine di rappresentare la maggioranza, essi hanno dato per scontato di non poter conseguire tale risultato. Se hanno ottenuto la maggioranza relativa nel voto di lista, essi potranno teoricamente conservarla anche nel voto libero in assemblea.

È il Presidente a regolare l'ordine di votazione, auspicabilmente preferendo il metodo di votazione secondo il criterio di presentazione.

In ordine alla maggioranza, si procede con voto a maggioranza relativa: (i) ove i candidati che riportano la maggioranza assoluta dei voti sono eletti di guisa che quando nell'ordine delle

---

<sup>1102</sup> M. STELLA RICHTER jr, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *Keynote Speech, cit.*, a 14 s. e nota 22.

<sup>1103</sup> Cfr. E. DESANA, M. SARALE, M. CALLEGARI, *Dai “soliti noti” alla “gender diversity”: come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (I parte)*, in *Giur. it.*, 2015, 2245 ss.; E. DESANA, M. SARALE, M. CALLEGARI, *Dai “soliti noti” alla “gender diversity”: come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (II parte)*, in *Giur. it.*, 2015, 2515 ss. Empiricamente, cfr. WORKING PAPER EUROPEAN COMMISSION'S NETWORK TO PROMOTE WOMEN IN DECISION-MAKING IN POLITICS AND THE ECONOMY, *The quota-instrument: different approaches across Europe*, giugno 2011 e M. BIANCO, A. CIAVARELLA, R. SIGNORETTI, *Women on Boards in Italy*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 70, ottobre 2011.

votazioni si raggiunge un numero di candidati che ha riportato la maggioranza assoluta (superiore al 50% delle azioni rappresentate in assemblea, ivi incluse quelle astenute), pari ai posti da coprire senza provvedere oltre e senza considerare i voti riportati da altri candidati; (ii) ove, invece, i posti non vengano coperti da candidati che riportano la maggioranza assoluta, saranno eletti candidati che abbiano riportato il maggior numero di voti (escluse le astensioni) sino a completamento.

In ordine al computo della maggioranza relativa, nel caso in cui lo statuto qualifichi la maggioranza relativa in relazione agli azionisti presenti, si preferisce tener conto delle astensioni. Per raggiungere tale maggioranza è necessario ottenere più voti rispetto ad astensioni e voti contrari singolarmente considerati, non rispetto ad astensioni e voti contrari cumulativamente considerati.

#### 3.2.3.4. Direzione e coordinamento.

Degna di nota è sicuramente la questione dell'inserimento nella lista di amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza, da eleggersi poi con la procedura del voto di lista, laddove questi siedano al contempo in più Consigli di amministrazione, in particolare ove appartenenti ad un medesimo gruppo.

Quanto alla disciplina, i requisiti dell'art. 148, terzo comma, TUF già inducono a ritenere come la qualifica di amministratore non esecutivo in una società controllata non comporti il venir meno dell'indipendenza dell'amministratore della controllante quotata. Concordi anche Consob e Assonime hanno palesato la propria posizione, precisando come si possa convenire «alla luce della *ratio* della disciplina, [...] che non possa essere qualificato come amministratore indipendente della quotata colui che ricopra la carica di amministratore esecutivo in una delle società del gruppo della quotata (controllante, controllate o società soggette a comune controllo). Al contrario, non comprometterebbe l'indipendenza la circostanza che l'amministratore indipendente della quotata svolga il ruolo di amministratore indipendente in altre società del gruppo»<sup>1104</sup>, non essendovi un principio che *apertis verbis* colleghi l'essere amministratore di una società del gruppo e il venir meno della qualifica di indipendenza di colui il quale era legittimamente qualificato in qualità di indipendente in altra società del medesimo gruppo. Inoltre, anche il commento all'art. 3 del Codice di Autodisciplina precisa come la nomina di un indipendente dell'emittente in società controllate o controllanti non comporti *per se* la perdita della qualifica, ma richieda soltanto la verifica della circostanza tale per cui da una pluralità di incarichi non derivi una remunerazione complessiva tale da compromettere potenzialmente l'indipendenza dell'amministratore, rispetto alla quale valutare caso per caso l'entità di (eventuali) ulteriori compensi<sup>1105</sup>.

Dal punto di vista regolamentare, invece, è l'art. 37, comma primo, lett. d), Regolamento Consob n. 16191/2007 (e successive modifiche) ad introdurre una eccezione laddove la quotata sia assoggettata a direzione e coordinamento di altra società: non possono essere qualificati quali indipendenti (nella società sottoposta a direzione e coordinamento) coloro i quali ricoprono la

---

<sup>1104</sup> CONSOB, *Comunicazione n. DEM/10046789. Quesito relativo alla definizione di amministratore indipendente*, 20 maggio 2010, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.

<sup>1105</sup> Tale aspetto è per certi versi trattato nel Codice in modo scarsamente efficace, ed in futuro sarebbe auspicabile che le previsioni fossero maggiormente dettagliate (e la remunerazione più generosa, *rectius* adeguata), onde evitare che la valenza del ruolo dell'amministratore indipendente non venga correttamente rapportata agli sforzi profusi: cfr. M. VENTORUZZO, *Amministratori indipendenti, ma poveri*, in *Lavoce*, 20 febbraio 2017; F. TARANTO, *I compensi degli indipendenti*, in *La voce degli indipendenti*, gennaio 2011.

carica nella società o nell'ente che esercita attività di direzione e coordinamento né nelle quotate da essa controllate.

In altre parole, un consigliere indipendente di società quotata che eserciti direzione e coordinamento, nominato amministratore non esecutivo nel *board* della controllata quotata, deve essere considerato indipendente *soltanto* rispetto alla società quotata controllata assoggettata a direzione e coordinamento, mentre rimane tale rispetto alla controllante. Un consigliere di società assoggettata a direzione e coordinamento e, contestualmente, di società controllata da una società terza che esercita direzione e coordinamento sulla prima non può essere considerato indipendente *soltanto* rispetto alla controllata assoggettata a direzione e coordinamento.

L'indipendente della società madre, quotata, non può essere considerato indipendente nella figlia, sempre quotata, sottoposta a direzione e coordinamento. E non può esserlo se, al contempo, è amministratore della società sorella di quella soggetta a direzione e coordinamento, a propria volta sottoposta a direzione e coordinamento dalla madre. Non si deve ritenere però che la presenza del medesimo amministratore tanto nella madre quanto nella figlia, ovvero nelle società tra loro sorelle, debba farlo ritenere automaticamente non indipendente in entrambe. Egli, infatti, può esserlo nella madre, ma non nella figlia sottoposta a direzione e coordinamento (risultando comunque automatica l'influenza del Consiglio della madre rispetto alla figlia). Parimenti può dunque esserlo nella madre, ma non nella sorella sottoposta a direzione e coordinamento.

### 3.2.3.5. Modelli alternativi di amministrazione e controllo. Adozione del dualistico e problematiche di sistema.

La disciplina sin qui esposta conduce ad un ulteriore confronto con una peculiarità caratterizzante il nostro ordinamento: la prevalenza del sistema tradizionale. La recente attenzione rivolta ai sistemi alternativi di amministrazione e controllo<sup>1106</sup> costituisce spunto da cogliere anche ai fini della presente trattazione, *a fortiori* in ragione del fatto che, sin dalla versione del 2006, il Codice di Autodisciplina prevede un articolo dedicato ai «sistemi di amministrazione dualistico e monistico». In tal senso, il nostro ordinamento rappresenta un paradigma anche nella *soft law*, unico tra tutti, anche guardando alle realtà in cui è data facoltà alle società di adottare diverse opzioni statutarie (così in Francia e, seppure solo ricorrendo al modello della Società Europea, in Germania) in nessun altro caso pari attenzione è dedicata a ipotesi alternative<sup>1107</sup>. L'aggiunta di modelli ulteriori, peraltro affetti da una lacuna conoscitiva diffusa, non vuole suggerire però un riconoscimento (nemmeno implicito) dell'obsolescenza del sistema tradizionale, né di superiorità dei sistemi alternativi: stante l'assenza di prove della superiorità di uno tra essi, sia pure sul piano empirico,<sup>1108</sup> è infatti preferibile muovere dalla sostanziale equivalenza funzionale<sup>1109</sup> in ordine all'efficacia dei diversi modelli<sup>1110</sup>.

In Italia<sup>1111</sup>, «non può negarsi che *la prima impressione* che si ha nell'esaminare il Codice [di Autodisciplina] è che esista una, *sia pure involontaria, affinità elettiva* tra *self regulation* e sistema

<sup>1106</sup> «[L]e disposizioni codicistiche dedicate ai sistemi di *governance* alternativi, e in particolare a quello monistico, si caratterizzano [infatti] in modo spiccato per l'utilizzo della tecnica normativa di rinvio al sistema tradizionale. La mancanza di un corpo normativo autonomo e senza rinvii, unita alla difficoltà di adattare istituti dettati per il sistema tradizionale alla realtà dei modelli alternativi, potrebbe essere tra le cause della scarsa adozione di questi ultimi tra le società quotate (...). È stato perciò proposto di rendere la disciplina codicistica dei sistemi monistico e dualistico un corpus normativo autonomo e privo di rinvii, al fine di garantire al mercato maggiore certezza sull'applicazione degli istituti», quindi si suggerisce un «autonomo ed organico complesso di norme per i modelli di amministrazione e controllo monistico e dualistico» mediante una «riscrittura senza rinvii delle norme dettate per i sistemi monistico e dualistico dal codice civile, artt. 2409-*octies*-2409-*noviesdecies*, e dal TUF, artt. 147-*ter*, commi 3 e 4; 147-*quater*; 148, commi 4-*bis*, 4-*ter* e 4-*quater*; 148-*bis*; 151-*bis*; 151-*ter*; 152; 153; 154» (CONSOB, *Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di Emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di mercati. Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano". Documento di consultazione*, 25 luglio 2011, disponibile sul sito web dell'Autorità, corsivo aggiunto). Cfr. H. LEHUEDE, *op. cit.*, spec. a 12.

<sup>1107</sup> «[L]a scelta italiana [...] parrebbe di avanguardia nella misura in cui non limita l'autonomia privata esercitabile dalla società all'atto della scelta (originaria o successiva) del modello. Attualmente un intero articolo del Codice di Autodisciplina è, infatti, dedicato ai sistemi alternativi (art. 10 [mentre nella versione del 2006, tale contenuto trovava corrispondenza all'art. 12])», così E. RULLI, *op. cit.*, 126.

<sup>1108</sup> L'equivalenza funzionale dei modelli non risulta, tuttavia, fatto pacifico, come dimostra l'intervento che si schiera in senso contrario al mutamento di *governance* di Banca Intesa, così S. BRAGANTINI, *Dal duale al monistico: nell'interesse di chi?*, in *Lavoce*, 6 novembre 2015.

<sup>1109</sup> Per i concetti di "alternatività" ed "equivalenza", C. MOSCA, *I principi di funzionamento del sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, Liber amicorum G.F. Campobasso, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Torino, 2006, 735 ss., a 740 ss.

<sup>1110</sup> M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum P. Abbadessa, Utet, Torino, 2014, 1063 ss., a 1075 s. Tali considerazioni – come osserva G.B. PORTALE, *La nuova governance bancaria*, *cit.* – risultano marcatamente connesse alle teorie già enunciate in P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Milano, 2010, 319.

<sup>1111</sup> F. GHEZZI, *Commento sub art. 2409-sexiesdecies. Sistema basato sul consiglio di amministrazione e un comitato costituito al suo interno*, in *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, a cura di F. Ghezzi, *Commentario alla riforma*

monistico<sup>1112</sup>», in ragione della somiglianza strutturale tra le strutture consiliari che entrambi propongono<sup>1113</sup>.

Il successo del modello monistico<sup>1114</sup> si distingue grazie alla maggiore sua flessibilità<sup>1115</sup>, non prevedendo rigidi meccanismi di voto di lista<sup>1116</sup>, quanto piuttosto pluralismo e diversificazione nella composizione dell'organo collegiale.

*delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, a 191 e, nello stesso senso, C. MOSCA, *I principi di funzionamento del sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, cit., a 736.

<sup>1112</sup> Introdotto “con sorpresa”, ma anche “con scetticismo o pessimismo”, in ragione del fatto che «si sottolineava (o si temeva) che [esso] segnasse un arretramento dei controlli, un abbassamento della guardia», analizzato poi mediante “riflessioni più approfondite che, dopo lo scetticismo “a caldo” vennero», il sistema monistico è stato oggetto di attenzione crescente. In altre parole, «lo scenario decisamente muta. Prendono corpo voci che invitano ad esplorare il monistico», così P. MARCHETTI, *Tanto tuonò che piove. Intesa Sanpaolo e il monistico*, cit., 9 s.

Si considerino altresì le indicazioni di Consob *supra* riportate (nota 1106). Dell'incrementata attenzione sul tema dà prova il Quaderno Consob dal titolo *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate*, datato maggio 2015, testo che, nel rompere gli indugi, giunge ad affermare che «il sistema monistico potrebbe effettivamente prestarsi ad applicazioni in grado di accrescere l'efficienza dei controlli sulla gestione soprattutto nelle società quotate». Ad esso, in particolare e tra l'altro, segue il numero monografico dedicato al tema, che reca *inter alia* le riflessioni di: L.A. BIANCHI, *Il modello monistico è più efficiente di quello tradizionale? Appunti per una ricerca*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 23 ss.; R. LENER, *Monistico come modello «ottimale» per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla «corporate governance»*, *ibidem*, 35 ss.; G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Brevi note su opportunità e limiti attuali del sistema monistico*, *ibidem*, 51 ss. e A. GUACCERO, T. DI MARCELLO, *Codice civile, società quotate, banche, intermediari e assicurazioni: un solo monistico?*, *ibidem*, 103 ss.; E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, cit., 195 ss. (oltre ai rilievi che seguiranno, preme sottolineare come l'A. sottolinei che «nessun *vulnus* alla tutela delle minoranze [vera ragione propulsiva che ha condotto all'adesione del meccanismo di nomina degli organi consiliari in esame] possa essere inferito dall'adozione del sistema monistico», a 209) e M. SARALE, *Quote di genere e sistema monistico: precisazioni e omissioni nella legge Golfo Mosca*, *ibidem*, 213 ss.

<sup>1113</sup> E. RULLI, *op. cit.*, a 125 (corsivo aggiunto). «Se, infatti, [continua il medesimo A.] il modello di gestione cui aspira l'autodisciplina è quello basato sul concetto di *freedom with accountability*, esiste un'evidente congruenza tra il modello di *board* tratteggiato nel Codice di Autodisciplina (già nella prima versione del 1999) e il modello monistico introdotto nel 2003 dal legislatore. Questa affinità sembra risiedere proprio nella possibilità di conseguire, con questo strumento, una più efficiente allocazione dei compiti e delle responsabilità tra i partecipanti del sistema dei controlli. Tuttavia, nemmeno può negarsi che l'assunto secondo cui monistico e quotata (*rectius*: monistico e autodisciplina) farebbero l'uno al caso dell'altra, resta poco dimostrato», a 125 e nota 10.

<sup>1114</sup> T. DI MARCELLO, *Sistema monistico e autonomia organizzativa*, Giuffrè, Milano, 2012, *passim* e V. CALANDRA BONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 556.

<sup>1115</sup> F. VELLA, *Sistemi alternativi del governo societario: ci vuole un incentivo*, in *Lavoce*, 22 settembre 2015. Ivi si sottolinea come le norme siano rivolte quasi esclusivamente alle società quotate (“teatro”), «non solo perché sono le candidate maggiori per sfruttare le potenzialità del monistico, ma anche per la presenza di consolidate forme di auto-regolamentazione in grado di renderne più facile l'applicazione (pensiamo soltanto alla disciplina del comitato di controllo interno). Non ci sono, ovviamente, certezze sugli effetti di questa sperimentazione, ma se si vuole uscire dall'immobilismo anche il regolatore deve avere il coraggio di intraprendere nuove strade».

<sup>1116</sup> Sulla base dell'indagine svolta dall'*Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia*, il 28,6% degli intervistati sarebbe favorevole ad una modifica delle attuali modalità di funzionamento del meccanismo in parola e i tre quarti di essi sottolineerebbero che tale cambiamento sarebbe a loro dire rilevante solo per la società con azionariato non concentrato, v. S. PREDA, cit. Più in generale, per quanto attiene al Consiglio di amministrazione, cfr. G. FERRARINI, G.G. PERUZZO, M. ROBERTI, *op. cit.*, 367 ss.; nonché M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 942 s.

Quanto al dualistico<sup>1117</sup>, il legislatore rimette all'assemblea chiamata ad approvare l'adozione del modello, ai sensi dell'art. 2380 c.c., la facoltà di stabilire il termine di decorrenza del nuovo sistema e, dunque, «fa salva la possibilità che l'assemblea preveda una [...] decorrenza immediata, nel senso ovviamente di una decorrenza dal momento di efficacia dell'iscrizione della delibera nel registro delle imprese»<sup>1118</sup>. Parimenti, l'assemblea dovrà provvedere alle nomine delle cariche sociali secondo il modello scelto o alle nomine di competenza della assemblea medesima secondo le regole previste dal sistema prescelto<sup>1119</sup>. In caso di decorrenza immediata del nuovo sistema, tale nomina dovrà essere contestuale alla delibera di variazione, alternativamente la delibera di adozione del nuovo sistema non dovrà obbligatoriamente accompagnare quella della nomina dei soggetti che appartengono agli organi sociali del sistema prescelto<sup>1120</sup>. Dunque, in caso di adozione del sistema dualistico da parte di una società in precedenza retta dal sistema c.d. “tradizionale”, deve riconoscersi «la legittimità di un [...] procedimento che contempli distinte deliberazioni: a) di variazione del sistema di amministrazione e controllo, da parte dell'assemblea in sede straordinaria; b) di nomina dei consiglieri di sorveglianza, da parte dell'assemblea in sede ordinaria; c) infine, di nomina dei consiglieri di gestione, da parte del Consiglio di sorveglianza. La deliberazione *sub b)* ben può essere assunta dagli azionisti, *sin dalla medesima assise assembleare nella quale si sia proceduto alla variazione del modello*»<sup>1121</sup>.

In tale contesto, anche l'operatività del “voto di lista” necessita di essere adattata rispetto all'art. 148, comma secondo, TUF<sup>1122</sup>, applicabile al modello dualistico in forza del successivo comma 4-*bis*, nonché all'art. 144-*sexies* Regolamento Emittenti in tema di elezione dei sindaci di minoranza con voto di lista, utilizzabile nel modello dualistico in forza dell'art. 144-*ter*, comma secondo, Regolamento Emittenti. Di conseguenza, nei fatti, occorre ovviare all'inconveniente rappresentato dalla peculiarità che la procedura di nomina dovrebbe prendere avvio con la presentazione delle liste *ante* assemblea, nonché *ante* approvazione assembleare dello statuto. Alle problematiche sollevate si pone dunque rimedio, come conferma il verbale della società Mediobanca S.p.A. del 27 giugno 2007, assicurando un'adeguata informativa dei soci sull'*iter* da percorrere e, in particolare, “anticipando” la procedura disegnata dalla futura clausola statutaria<sup>1123</sup>

---

<sup>1117</sup> Interessanti le considerazioni sulle peculiarità derivanti dalla applicazione del Codice di Autodisciplina al sistema dualistico, S. LOVISATTI, *Sistema monistico e codici di autodisciplina: indipendenza, ma non solo*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, 469 ss.

<sup>1118</sup> C. MALBERTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2380*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 71.

<sup>1119</sup> Per la tesi secondo cui l'assemblea ha la facoltà di nominare, in sede di adozione del nuovo sistema, tutte le cariche sociali pertinenti al sistema adottato (e non solo quelle che, secondo il nuovo sistema, sono di competenza assembleare), v. G.A. RESCIO, *Il mutamento di sistema organizzativo nella s.p.a.*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Liber amicorum A. Piras, 2005, Giappichelli, Torino, 2010, 232, nonché la Massima n. 7/2008, *Variazione del sistema di amministrazione e controllo e nomina dei primi componenti degli organi sociali*, approvata dall'Osservatorio istituito presso il Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze Pistoia e Prato.

<sup>1120</sup> C. MALBERTI, F. GHEZZI, M. VENTORUZZO, *Commento sub art. 2380*, *op. loc. cit.*

<sup>1121</sup> Massima n. 7/2008, *cit.* (corsivo aggiunto).

<sup>1122</sup> Il comma citato recita: «[l]a Consob stabilisce con regolamento le modalità per l'elezione, con voto di lista, di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza che non siano collegati, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti. Si applica l'articolo 147-*ter*, comma 1-*bis*».

<sup>1123</sup> V. *supra*, 3.2.3.2. Modifiche statutarie e cariche sociali.

nell'avviso di convocazione dell'assemblea e nella relativa Relazione illustrativa prescritta dall'art. 125-ter TUF.

3.2.3.6. Banche Popolari e collegamento tra liste per l'elezione degli organi sociali (ante norma sulla trasformazione delle Banche Popolari in s.p.a.).

Realtà di sicuro interesse *ante* d.L. 3/2015, convertito in L. 33/2015, la questione inerente a banche popolari e collegamento tra le liste per l'elezione degli organi sociali risulta anch'essa di primario rilievo, a dimostrazione dell'importanza della disciplina e del fertile dibattito che essa genera quando entra in contatto con altre sfere del diritto.

Il tema si impernia su una serie di disposizioni: l'art. 147-ter TUF; l'art. 148, comma secondo, TUF; l'art. 144-*quinquies* Regolamento Emittenti, che fornisce un elenco esemplificativo dei rapporti di collegamento rilevanti ai sensi dell'art. 148, comma secondo, TUF con diretto riferimento all'elezione dell'organo di controllo; l'art. 144-*sexies* Regolamento Emittenti, che stabilisce le liste depositate siano corredate da una dichiarazione dei soci diversi da quelli che, anche congiuntamente, detengono una partecipazione di controllo o di maggioranza relativa, attestante l'assenza di rapporti di collegamento previsti dall'art. 144-*quinquies*, comma quarto, lett. b).

Ciò riflette la "Proposta di comunicazione relativa alle informazioni da rendere note in occasione della presentazione di liste per l'elezione degli organi sociali delle società quotate", oggetto del Documento di consultazione Consob in data 29 aprile 2008, espressamente finalizzata ad assicurare la trasparenza rispetto ad eventuali collegamenti tra liste anche per l'elezione dell'organo amministrativo e a garantire informazioni complete sui rapporti tra coloro che presentano le liste di minoranza ed azionisti di controllo (o di maggioranza relativa) in occasione dell'elezione degli organi di controllo.

Se, per un verso, le considerazioni in punto di modalità di elezione alle cariche sociali e composizione dei relativi organi rimangono inalterate in ogni contesto, per altro verso, le norme in tema di collegamento sono state formulate per trovare applicazione alle società quotate, ad azionariato diffuso. Da un lato, dunque, l'intenzione di realizzare concretamente "un plurale collegiale, non un plurale disgiuntivo"<sup>1124</sup> rispetto agli organi sociali, traduzione di un rapporto autenticamente dialettico tra i soci; dall'altro, la differente connotazione strutturale di banche popolari e società per azioni.

Il contemperamento tra le due posizioni permetteva dunque, anche prima del decreto di conversione, di concludere nel senso della applicabilità delle regole in materia di collegamento tra liste *anche* alle banche popolari<sup>1125</sup>. Di seguito, alcune annotazioni evidenziano la compatibilità delle disposizioni *de quo* anche rispetto alle banche popolari.

---

<sup>1124</sup> F. CHIOMENTI, *Il principio della collegialità dell'amministrazione pluripersonale nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 319 ss., a 323.

<sup>1125</sup> Per tutti, F. DONATO-SEMINARA, *Il voto di lista come regola di bilanciamento tra maggioranza e minoranze. La questione del voto capitaro nelle banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 19 ss., spec. 69 ss.: «[...] nelle banche popolari cooperative quotate i soci cooperatori devono essere garantiti e tutelati rispetto alla formazione di veri e propri gruppi di comando "ombra", espressione e risultato di certa commistione ed interferenza del capitale sui movimenti/gruppi d'opinione propri dei citati Istituti di credito. Una siffatta formazione "capitalistico-capitaria" potrebbe costituire una significativa minaccia su assetti proprietari, operazioni straordinarie (per tutte, si pensi, ad aumenti di capitale e trasformazione), *disclosure*, e, più in generale, sull'operatività bancaria propria delle popolari cooperative. In dette società il voto di lista può costituire un fenomeno aggregativo atto a

Anzitutto, preme declinare il concetto di “lista di maggioranza” alle popolari: rispetto ad esse, la regola del voto capitario comporta che solo in assemblea si possano formare “maggioranza” e “minoranza”, essendo irrealistico pensare che il numero di voti necessario ad assicurare una (anche soltanto relativa) maggioranza possa compattarsi stabilmente, senza che vincoli prefissati rendano possibile individuare *ex ante* la lista atta ad esprimere la “partecipazione di controllo o di maggioranza relativa”. L'impossibilità di definire detta categoria rende però inapplicabile, in tale contesto, l'obbligo a carico dei presentatori delle “liste di minoranza” di dichiarare, contestualmente alla presentazione delle liste, l'assenza di collegamento con la lista di maggioranza. Al momento del deposito, la banca potrà solo richiedere a chi presenterà tali liste l'eventuale collegamento ossia la partecipazione ad accordi sul punto da parte di altri soci. La banca dovrà dunque verificare detto criterio di collegamento sulla base dei patti parasociali di cui sia a conoscenza ai sensi dell'art. 122 TUF e dell'art. 20, comma secondo, TUB. Pur tuttavia, in assemblea, indipendentemente dalle materie oggetto di trattazione, il Presidente chiederà ai presenti se siano consapevoli di eventuali patti e, laddove la risposta sia affermativa, il verbale ne darà atto<sup>1126</sup>, mentre, ove sia negativa, si procederà con la proclamazione degli eletti<sup>1127</sup>.

È opportuno rammentare come, in conseguenza delle operazioni di fusione che inevitabilmente il decreto sopra richiamato ha comportato<sup>1128</sup>, venga in rilievo la qualificazione di “amministratori indipendenti” dei consiglieri della nuova entità societaria. Una considerazione di importanza cardinale poiché correlata alla composizione delle liste per la nomina degli amministratori. Ebbene, l'indipendenza di tale soggetto<sup>1129</sup> verrebbe sicuramente minata laddove esso avesse ad assumere incarichi gestori all'interno dell'impresa, al contrario, nell'ipotesi in cui essi avessero valenza squisitamente organizzativa<sup>1130</sup>, la fusione non produrrebbe detto effetto.

---

confondere/nascondere le diverse posizioni in cui corrono soci cooperatori e soggetti capitalisti a prescindere dal dato dimensionale», a 75.

<sup>1126</sup> Anche in assenza di dichiarazioni e di pubblicità degli accordi parasociali, eventuali interessati potranno tuttavia far accertare giudizialmente il collegamento fornendo (anche mediante presunzioni) prova dell'esistenza di accordi per la presentazione e il voto alle liste di candidati; e in tal caso i candidati della lista collegata arrivata per seconda non potranno rivestire le cariche riservate alla minoranza (a meno che il collegamento non sia stato determinante, applicandosi eventualmente la c.d. prova di resistenza).

<sup>1127</sup> Quanto al collegio sindacale, il Presidente verrà tratto dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti dopo la prima.

<sup>1128</sup> V., a titolo di esempio e per tutti, il comunicato stampa di Banca Popolare di Milano, a valle della delibera che ha condotto alla approvazione della fusione con il Banco Popolare del 15 ottobre 2016.

<sup>1129</sup> Naturalmente, dalle considerazioni che seguono, applicabili al novero degli amministratori, è escluso il Presidente, il quale è caratterizzato dalla neutralità gestoria che l'art. 2381 c.c. consacra. Rafforzativo, peraltro, sarebbe pure il mutamento del modello di amministrazione e controllo conseguente all'operazione *de qua*.

<sup>1130</sup> Sui caratteri organizzativi, per tutti, C. ANGELICI, *La società per azioni, Volume I - Principi e problemi*, Giuffrè, Milano, 2012, 503 ss.

### 3.2.3.7. Fondi di investimento.

Sul piano fattuale, il voto di lista è stato utilizzato in prevalenza da investitori istituzionali (il cui peso è costantemente incrementato), attenti ai valori e agli interessi del mercato.<sup>1131</sup>

Notevole, al riguardo, l'interesse rispetto al caso Unicredit, in cui la lista presentata dai soci di maggioranza, con diciassette candidati, ha ottenuto il 44% dei voti, mentre quella di minoranza, con un solo nominativo, ha superato la maggioranza. Di qui, la nomina dell'unico consigliere tratto dalla lista di minoranza e di sedici consiglieri tratti dalla lista di maggioranza<sup>1132</sup>. Laddove la lista presentata dai fondi fosse stata più nutrita, alla prova del voto (anche per effetto della *record date* e del sistema degli investitori istituzionale) si sarebbe verificata una conseguenza illogica: la minoranza sarebbe diventata maggioranza.

In altri termini, se la lista di minoranza, pur registrando una percentuale di voti di rilievo, ottenesse un numero irrisorio di consiglieri, si realizzerebbe una situazione assolutamente paradossale<sup>1133</sup>, imputabile al fatto che la legge e lo statuto non garantiscono nel voto di lista una

<sup>1131</sup> S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, 23.

<sup>1132</sup> «Inedita era anche la situazione che si è presentata nell'ultimo rinnovo del consiglio di amministrazione di Unicredit, nell'assemblea del 13 maggio 2015. Era presente il 52% del capitale sociale e su quasi tutti i temi all'ordine del giorno ha votato a favore intorno il 96% di quello partecipante. Però, quando si è trattato di pronunciarsi sulla nomina degli amministratori, c'è stato un "ribaltone": sulla lista dei fondi è confluito il 54%, mentre la lista numero uno, quella teoricamente di maggioranza, ha raccolto il 44%. Gli investitori istituzionali internazionali pesavano in quel caso circa per il 30% del capitale sociale e per il 60% di quello presente nell'assise. Il voto non si è poi tradotto in un cambio di maggioranza perché, visto che la banca riserva un posto alle minoranze, i fondi avevano presentato un solo candidato e, secondo statuto, il *board* è stato completato con i candidati della lista diventata di minoranza», S. BOCCONI, *Unicredit e Intesa, la sfida dei fondi Nuove maggioranze in assemblea*, in *Corriere della Sera*, 7 marzo 2016. V. anche G. PONS, V. PULEDDA, *Banche, rivoluzione nei cda: i fondi vanno in maggioranza. Inizia l'era delle public company*, in *La Repubblica*, 11 aprile 2016; F. SPINI, *Unicredit, i grandi soci in Cda con meno voti. I vertici vedono i libici*, in *La Stampa*, 15 maggio 2015; G. SEMERARO, *UniCredit, vittoria lista fondi per Cda non sorprende, siamo public company*, 18 maggio 2015. Quale conseguenza della trasformazione delle società italiane in autentiche *public companies*, si potrebbe profilare la combinazione tra la formula italiana del voto di lista con quella svedese che ammette il dialogo tra soci che propongono i candidati: «[i]l consiglio uscente dovrebbe pronunciarsi sul profilo ideale dei candidati, senza fare nomi. Il dialogo tra i proponenti di liste dovrebbe pronunciarsi sul profilo ideale dei candidati, senza fare nomi, [...] coordinato dal comitato nomine della società, fatto tutto da indipendenti, come si fa in Svezia, in modo da arrivare a una composizione equilibrata delle competenze in consiglio, [uscendo] dalla logica di liste di minoranza e maggioranza [...]», così Governance *modello svedese*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 giugno 2014.

<sup>1133</sup> M. VENTORUZZO, *Quante sfide per la Consob*, in *Lavoce*, 6 maggio 2016 e G. PONS, V. PULEDDA, *Banche, rivoluzione nei cda: i fondi vanno in maggioranza. Inizia l'era della public company*, in *La Repubblica*, 11 aprile 2016, ove si sottolinea come sia un "dato di fatto" il verificarsi di tale situazione in relazione a Ubi Banca, Telecom, Unicredit, Azimut (quest'ultima rispetto al rinnovo del collegio sindacale), nonché ad Enel (16 maggio 2016).

Il fenomeno delle "maggiominoranze", prodotto dell'operare congiunto di due meccanismi, da un lato, il ruolo degli investitori istituzionali nel capitale delle società quotate, dall'altro, la *record date*, che ha iniziato ad essere palese nel 2014, è diffusamente trattato anche in M. BIANCHI, *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2015, 5 ss.; M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, *cit.*, spec. a 24 s.; M. STELLA RICHTER jr, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly? Keynote Speech*, *cit.*, spec. a 6 s.; L. ENRIQUES, G. ROSSI, *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2016, a 9 s.; CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, tenutosi a Milano il 9 maggio 2016 («[u]na distanza significativa ci separa ancora dai Paesi con mercati dei capitali più evoluti, caratterizzati da elevata contendibilità del controllo, rilevante peso del *management* operativo nella composizione dei consigli di amministrazione e maggiore attivismo degli investitori istituzionali nella governance societaria. Si è infatti verificato, ad esempio,

rappresentanza proporzionale, ma danno soltanto “voce alle minoranze”. Peraltro, gli investitori potrebbero aver deliberatamente inteso ricoprire un ruolo maggioritario e, dunque, nel caso in cui i candidati della lista di maggioranza non siano sufficienti ad eleggere un adeguato numero di consiglieri, nemmeno con l’inserimento dei candidati della lista “seconda classificata”, i rimanenti dovranno essere tratti dalle liste successive e, se ciò non consentisse di raggiungere il numero desiderato, l’assemblea dovrà provvedere all’elezione con nuova votazione, nel contesto della quale però non si esprimono i fondi<sup>1134</sup>, facendo così prevalere gli azionisti che avevano votato la lista di minoranza.

Apparentemente inefficiente, a ben vedere, invece, «la scelta dei fondi di presentare un candidato unico è voluta. Gli investitori istituzionali non vogliono sostituirsi al *management* nella gestione delle imprese. Per questo non vogliono rischiare di eleggere la maggioranza del Consiglio e il modo più sicuro per farlo è presentare un solo candidato. Il combinato disposto di questa legittima ritrosia e della legge italiana a tutela degli investitori di minoranza, però, produce un risultato paradossale»<sup>1135</sup>, rispetto al quale alcuni Autori hanno proposto la c.d. “lista unica” – di adozione volontaria per parte dell’assemblea straordinaria della società – presentata dal Consiglio uscente<sup>1136</sup>, su proposta di un comitato nomine<sup>1137</sup>, unicamente formato da amministratori in

---

che, in assemblee di alcune grandi società quotate, le liste per la nomina degli organi di gestione presentate da investitori istituzionali abbiano raccolto il maggior numero di voti, ma abbiano preferito lasciare la gestione societaria agli azionisti di riferimento», a 16) e N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., 218 ss.

<sup>1134</sup> «Prescindendo dai vincoli normativi, tuttavia, è comprensibile che i fondi non vogliano nominare la maggioranza del cda: una cosa è eleggere un limitato numero di consiglieri con funzioni di controllo, altro è determinare la maggioranza del consiglio, un lavoro diverso da quello di gestire il risparmio», M. VENTORUZZO, *Consigli di amministrazione a misura di fondi*, cit.

<sup>1135</sup> L. ENRIQUES, L. ZINGALES, *Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2015.

<sup>1136</sup> Sia consentito rinviare, a carattere esemplificativo, all’art. 14 dello statuto di Prysmian S.p.A., approvato il 16 aprile 2015, («[h]anno diritto di presentare le liste, il Consiglio di amministrazione uscente nonché quei soci che, da soli o insieme ad altri soci, siano complessivamente titolari di azioni rappresentanti almeno il 2% del capitale sociale avente diritto di voto nell’Assemblea ordinaria, o rappresentanti la percentuale inferiore ove richiesta da norma di legge o regolamento di volta in volta applicabili. L’instestazione del numero di azioni necessario alla presentazione delle liste dovrà essere comprovata nei termini e con le modalità prescritti dalla disciplina vigente. Ciascun socio ovvero i soci appartenenti ad un medesimo gruppo, o comunque che risultino, anche indirettamente, tra loro collegati non possono, neppure per interposta persona o per il tramite di una società fiduciaria, presentare o concorrere alla presentazione di più di una lista. Ogni candidato potrà presentarsi in una sola lista a pena di ineleggibilità. Non possono essere inseriti nelle liste candidati che non siano in possesso dei requisiti stabiliti dalla normativa applicabile. I primi due candidati di ciascuna lista dovranno essere in possesso dei requisiti di indipendenza prescritti dalla legge. [...] La lista del Consiglio di amministrazione, se presentata, deve essere depositata presso la sede della Società entro il trentesimo giorno precedente la data dell’Assemblea e fatta oggetto delle formalità pubblicitarie di cui al successivo paragrafo») e, similmente, all’art. 14, lett. a), primo periodo, dello Statuto Safilo S.p.A., approvato il 26 aprile 2017, («[h]anno diritto di presentare le liste di candidati soltanto i soci che, singolarmente o unitamente ad altri soci, al momento della presentazione della lista, siano titolari almeno della percentuale di azioni con diritto di voto nell’Assemblea ordinaria prevista dalle applicabili disposizioni legislative e regolamentari che disciplinano la nomina del Consiglio di amministrazione. Detta soglia sarà indicata nell’avviso di convocazione dell’assemblea chiamata a deliberare sulla nomina del Consiglio di amministrazione. *Anche il Consiglio di amministrazione uscente può presentare una sua lista*», corsivo aggiunto); l’art. 14, comma terzo, primo periodo, dello statuto di Enel S.p.A., approvato il 26 maggio 2016, («gli amministratori vengono nominati dall’assemblea sulla base di liste presentate dagli azionisti e dal consiglio di amministrazione uscente, nelle quali i candidati devono essere elencati mediante un numero progressivo»); l’art. 20 dello statuto di Atlantia S.p.A. datato dicembre 2013; l’art. 17, comma terzo, dello statuto di Eni S.p.A., approvato il 20 novembre 2014; l’art. 13, comma ottavo, dello statuto di Cerved Informed Solutions S.p.A. approvato in data 23 marzo 2018; l’art. 18, comma terzo, dello statuto di Leonardo S.p.A. in vigore dal maggio 2017. Alcune società hanno comunque inteso non proporre una propria lista di

possesto dei requisiti di indipendenza, che avrebbe cura di assicurare la scelta di nominativi di chiara fama.<sup>1138</sup>

Altri Autori, invece, condividendo la problematicità del punto sollevato dal caso di cui si è detto, e pur comprendendo lo spirito della proposta, ne tratteggiano i seguenti profili problematici<sup>1139</sup>: (i) la superfluità, in quanto i fondi che realmente abbiano la maggioranza dei voti potrebbero indicare un numero di candidati maggiore al fine di una effettiva elezione nel caso in cui la lista arrivi prima; (ii) la timidezza, in quanto, essendovi un azionista di peso, la presenza di minoranze qualificate si renderebbe necessaria; (iii) la necessità di una più ampia modifica legislativa per una sua effettiva realizzazione. Si impone quindi il ricorso ad una soluzione più coraggiosa, atta ad incidere il contenuto della clausola statutaria, la quale auspicabilmente preveda che nelle società di maggiori dimensioni la lista rechi almeno un quinto degli amministratori necessari a comporre il Consiglio, e si realizzi la nomina di un quinto dei consiglieri anche da parte della lista seconda classificata, così da garantire un numero di *directors* superiore (ma non maggioritario) alla lista presentata dai fondi<sup>1140</sup>.

L'ipotesi che sia il Consiglio a presentare una propria lista potrebbe inoltre – a patto che esso non esprima una lista con nominativi vicini al socio di maggioranza relativa – sanare un ulteriore problema<sup>1141</sup>: il controllo *de facto* che un soggetto – senza essere costretto a lanciare una offerta pubblica di acquisto sulla società stessa – potrebbe arrivare ad ottenere rispetto alla società anche soltanto con il 24,99% dei diritti di voto (si badi bene, non del capitale). Alternativamente, onde evitare il verificarsi del fenomeno, avvalendosi di una interpretazione della disciplina

---

candidati «[...] poiché, in considerazione della attuale composizione dell'azionariato della Società, non ritiene vi siano difficoltà per gli azionisti nella predisposizione delle candidature; esso ha tuttavia formulato, in conformità a quanto raccomandato dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, un orientamento in merito al numero complessivo dei componenti del Consiglio di prossima nomina, auspicando una riduzione del numero complessivo dei suoi membri, fermo restando il mantenimento delle attuali competenze e professionalità» (il riferimento è alla relazione illustrativa del Consiglio di amministrazione di Dada S.p.A. all'assemblea ordinaria in tema di nomina del Consiglio medesimo, datata 19 marzo 2015, e, similmente, anche Eni, Relazione del Consiglio di amministrazione in relazione all'assemblea ordinaria del 5 maggio 2011 sul rinnovo delle cariche sociali e la determinazione dei compensi).

<sup>1137</sup> Parimenti, già in precedenza due Autori suggerivano per il consiglio un “ruolo attivo” (M. BELCREDI, L. CAPRIO, *Prove di manutenzione per il voto di lista, cit.*), al contempo sottolineando come esso potesse influenzare in modo particolare quei casi in cui *non* esiste un azionista di controllo, bensì in cui la maggioranza degli amministratori è espressa da soci che detengono quote di capitali inferiori e limitate.

<sup>1138</sup> L. ENRIQUES, L. ZINGALES, *Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso, cit.* Detta proposta, avrebbe peraltro il pregio di vagliare la composizione consiliare richiesta dalla Banca Centrale Europea, con l'intenzione di esprimere esperienze e doti professionali molteplici.

<sup>1139</sup> «Certo è che Enriques e Zingales pongono un tema che non pochi ritengono sia giunto il momento di affrontare. Il problema cioè della adeguatezza dell'attuale disciplina della nomina degli organi sociali nelle società quotate, un problema che certamente comprende anche quello della legittimazione del *board* a presentare una lista di candidati.», così P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Ecco come si può rafforzare il voto di lista*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 giugno 2015, 22.

<sup>1140</sup> P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *Ecco come si può rafforzare il voto di lista, cit.*

<sup>1141</sup> Infatti, secondo il meccanismo in discorso, che non infrequentemente ha trovato corrispondenza nella realtà societaria attuale, il socio di maggioranza ha presentato una lista composta da un numero significativo di nominativi, cui era contrapposta una lista meno articolata proposta da Assogestioni e votata, appunto, dagli investitori istituzionali.

secondo la sua stessa *ratio*, si riterrebbe opportuno rendere obbligatorio il lancio dell'offerta pubblica di acquisto al ricorrere *effettivo* del controllo<sup>1142</sup>.

#### **4.2.4. Profili giurisprudenziali.**

Come anticipato, si prenderanno ora in considerazione le decisioni giurisprudenziali che hanno affrontato il tema del voto di lista: non numerose, esse risultano però sicuramente significative e di rilievo al fine di dare risposta all'interrogativo di cui si è detto.

Prima tra tutte, la decisione del Tribunale di Roma che, nel 1996, in tema di privatizzazioni ritiene invalida la delibera assembleare di nomina del Consiglio di amministrazione ove sia provata l'esistenza di una intesa volta ad eludere le norme a tutela delle minoranze, ossia la presenza di rappresentanti delle liste di minoranza nell'organo amministrativo, sostituendoli con candidati di liste che non possono ragionevolmente essere considerati espressione della minoranza, bensì espressione frazionata del nucleo degli azionisti di maggioranza.<sup>1143</sup>

Qualche anno dopo, discutendo circa la privatizzazione delle società pubbliche, i medesimi giudici della Capitale hanno qualificato l'impugnazione della delibera assembleare concernente la nomina del Consiglio di amministrazione mediante il sistema del voto di lista quale azione di nullità: il meccanismo del voto di lista trova infatti la propria *ratio* nell'ottimizzazione della gestione societaria, non solo nella tutela dell'azionariato diffuso, potendosi così configurare l'interesse protetto dall'art. 4 quale interesse di natura pubblicistica, la cui violazione è sanzionata appunto con la nullità.<sup>1144</sup>

La Corte d'appello milanese ha poi affrontato la questione delle modalità di votazione assembleare per la nomina delle cariche, che, nel caso di specie, avveniva secondo il voto di lista, con voto espresso per alzata di mano e successiva identificazione nominativa di contrari o astenuti ai fini della controprova, così raccogliendo i relativi tagliandi di votazione. La decisione attribuisce la scelta del più opportuno sistema di votazione, in assenza di specifiche indicazioni statutarie o regolamentari, al Presidente dell'assemblea, competente a regolare lo svolgimento dei lavori.<sup>1145</sup>

---

<sup>1142</sup> Amplissimo, il tema del controllo è affrontato *ex multis* nella dottrina in P. MARCHETTI, *Sul controllo e sui poteri della controllante*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno internazionale di studi tenutosi a Venezia, 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, vol. II, Giuffrè, Milano, 1996, 1547 ss. (ove l'A. riferisce di un quadro complessivo in cui si assiste ad una "incontrollata proliferazione delle nozioni di controllo"); M. NOTARI, J. BERTONE, *Commento sub art. 2359 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Giuffrè-Egea, Milano, 2008; M. NOTARI, *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Giuffrè, Milano, 1996, *passim*; M. LAMANDINI, *Qualche spunto esegetico sulla nozione di "controllo" ai fini del consolidamento integrale*, in *I gruppi di società*. Atti del convegno internazionale di studi tenutosi a Venezia il 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano G. Mucciarelli, vol. II, Giuffrè, Milano, 1996, 1453 ss.; G. MOLLO, D. MONTESANTO, *Il controllo societario nel Testo unico della Finanza. Problemi e prospettive di riforma*, *Quaderni giuridici Consob n. 8*, giugno 2015, e, da ultimo, sia consentito rinviare a M.L. PASSADOR, *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi LAS/IFRS e diritto societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 201 ss.

<sup>1143</sup> Trib. Roma, 18 marzo 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 81 con nota di Irrera; in *Foro pad.*, 1998, I, 129 con nota di Giorgio; in *Soc.*, 1996, 7, 831 ss., con nota di Anello, Rizzini Bisinelli e in *Riv. not.*, 1997, 882 ss.

<sup>1144</sup> Trib. Roma, 1 marzo 1999, in *Soc.*, 1999, 10, 1209 ss., con nota di Anello e Rizzini Bisinelli e in *Vita not.*, 2000, 402 ss.

<sup>1145</sup> App. Milano, 11 agosto 2000, in *Giur. it.*, 2001, 1906 ss., con nota di Mainetti.

Sempre a livello procedurale, i giudici ambrosiani hanno ritenuto che l'*iter* del voto di lista, indubbiamente strutturato onde pervenire alla nomina di più membri, non precluda in realtà la possibilità di nomina di un solo membro, con la stessa modalità<sup>1146</sup>. Di qui, la necessità di sospendere, nel caso di specie, la delibera adottata dall'assemblea di una società per azioni ove venga nominato un amministratore in sostituzione di un consigliere revocato senza rispettare la procedura del voto di lista, statutariamente prevista ai fini della nomina e determinazione del numero dei componenti del Consiglio stesso.

In senso non conforme, il medesimo Tribunale milanese si è successivamente espresso precisando che, ove la clausola statutaria preveda la procedura del voto di lista sia per la scelta dei candidati da inserire nella lista sia per la determinazione del numero dei membri del Consiglio, il meccanismo del voto di lista non può valere ai fini della nomina di un solo amministratore, bensì solo dell'intero Consiglio. Dovrà dunque trovare applicazione il metodo maggioritario, concedendo però alla minoranza di proporre un proprio candidato, ai sensi dell'art. 2383 c.c., soggetto sulla cui eventuale presentazione spetterà al Presidente interpellare preventivamente l'assemblea.<sup>1147</sup>

Nel settembre 2007, per la prima volta, anche la Cassazione si è dedicata al tema, valutando la legittimità – ed optando infine per l'illegittimità – della clausola statutaria di una quotata che, in vista dell'elezione di un membro del collegio sindacale designato dalla minoranza, attribuisca al Consiglio di amministrazione la facoltà di presentare all'assemblea una lista di candidati alla carica di sindaco<sup>1148</sup>.

A brevissima distanza<sup>1149</sup> – con una decisione che “involge questioni processuali e sostanziali”, che pone mente alla questione di ammissibilità o meno dell'impugnazione delle delibere consiliari<sup>1150</sup> e che capovolge il precedente *decisum* della medesima Corte<sup>1151</sup> – il Tribunale milanese ha ritenuto il voto di lista non possa essere considerato, in presenza di clausola statutaria atta a garantire adeguata rappresentanza alla minoranza, un'eccezione nell'ipotesi di sostituzione di un consigliere decaduto. Si tratterebbe, al più, di riadattare i principi alla fattispecie di nomina di un solo consigliere.

Guardando invece alla designazione dei membri del *comitato esecutivo*<sup>1152</sup> di una banca<sup>1153</sup>, il criterio proporzionale non è imposto da alcuna norma di legge, quand'anche una previsione

<sup>1146</sup> Trib. Milano, 23 novembre 2000, in *Vita not.*, 2001, 832 ss. e in *Soc.*, 2001, 444 ss., con nota di Colavolpe.

<sup>1147</sup> Trib. Milano, 19 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 532 ss.; in *Vita not.*, 2001, 832 ss. e in *Soc.*, 2001, 443 ss., con nota di Colavolpe e, nello stesso senso, Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2325 ss. e in *Soc.*, 2004, 891 ss., con nota di Salafia, che tratta del caso in cui l'assemblea sia chiamata a sostituire un consigliere revocato.

<sup>1148</sup> Cass., 13 settembre 2007, n. 19160, *cit.*

<sup>1149</sup> Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 371 ss., con nota di Spiotta.

<sup>1150</sup> V. M. SPIOTTA, *Brevi note in tema di delibere consiliari e voto di lista*, in *Giur. it.*, 2008, 371 ss., nota 4. È infatti auspicabile che l'introduzione del voto di lista nello statuto sia sempre accompagnata dall'introduzione di una specifica procedura «per l'eventuale collezione dei membri cessati, tali da garantire il rispetto dei principi sottesi al voto di lista anche in queste circostanze», così P. RAINELLI, *Commento sub art. 2386*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino *et al.*, Zanichelli, Bologna, 2004, 710.

<sup>1151</sup> Cfr. Trib. Milano, 3 settembre 2003, *cit.* e Trib. Milano, 19 gennaio 2001, *cit.*

<sup>1152</sup> Nella manualistica, il tema del comitato esecutivo non è invero oggetto di ampia trattazione. Sia comunque consentito rinviare ai contributi seguenti, che ne confermano la rilevanza e l'interesse: P. MONTALENTI, *Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino *et al.*, Zanichelli, Bologna, 2004, vol. 1, 678 ss.; AA.VV., *Amministratore delegato e amministratori senza*

statutaria imponga la nomina del Consiglio mediante voto di lista. In modo *tranchant*, il Tribunale torinese afferma infatti che «le modalità di nomina e di revoca degli organi aziendali devono essere trasparenti e disciplinate a livello statutario. [Esse] devono assicurare un'adeguata rappresentanza negli organi aziendali delle diverse componenti della base sociale (investitori istituzionali, minoranze qualificate); specie quando sia particolarmente frazionata vanno previsti meccanismi che agevolino una significativa partecipazione dei soci all'*assemblea*»<sup>1154</sup>.

Discutendo l'argomento rispetto a una società per azioni chiusa, il diritto di recesso è ritenuto configurabile rispetto ad un socio che si sia espresso in senso contrario rispetto alla delibera che prevede l'eliminazione del voto di lista per la nomina degli amministratori, in quanto lo stesso è stato configurato quale modificazione statutaria concernente non tanto *il diritto di voto* quanto piuttosto *il diritto di partecipazione di natura amministrativa*<sup>1155</sup>. In tale tipo societario, infatti, il recesso del socio deve essere letto quale ipotesi di disinvestimento alternativa per il socio di minoranza che non concordi rispetto a vicende sociali di rilievo, tra cui la cessione delle azioni sul mercato, essendo correlativamente previsto un procedimento di liquidazione 'a scalare', al fine di limitare l'impatto del recesso sulla consistenza patrimoniale della società e, quindi, sulle ragioni dei creditori sociali.

In altre parole, i giudici lombardi hanno ricondotto l'eliminazione della previsione statutaria del voto di lista nell'alveo delle modifiche che, ai sensi dell'art. 2437, comma primo, lett. g), c.c., legittimano il diritto di recedere dalla società<sup>1156</sup>, tra esse considerando – come già anticipato – il diritto di presentazione di lista per la nomina dei consiglieri, diritto incidente i diritti di partecipazione amministrativa. Esso integra invero non solo una mera modalità di regolamentazione delle modalità di voto, rilevante a livello organizzativo, bensì una facoltà del socio di concorrere alla nomina dell'organo gestorio secondo uno schema estraneo alla regola di

---

*deleghe: poteri e responsabilità*, in AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, cit., 149 ss. e nota 251; I. MAFFEZZONI, *Contributo allo studio del comitato esecutivo nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 1998; P. PETTITI, *Struttura del comitato esecutivo e responsabilità solidale del consiglio*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Giuffrè, Milano, 1995, 97 ss.; A. PESCE, *Amministrazione e delega di potere amministrativo nella società per azioni: (comitato esecutivo e amministratore delegato)*, *Studi di diritto privato*, n. 8, Giuffrè, Milano, 1969.

<sup>1153</sup> Circa le peculiarità presenti nelle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche, 4 marzo 2008, E. DESANA, *Voto favorevole (ma sostanzialmente dissenziente) dell'amministratore e composizione del comitato esecutivo di società bancarie*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1308 s.

<sup>1154</sup> Trib. Torino Sez. Specializzata in materia di imprese, 23 luglio 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1164 ss., con nota di Desana e in *Giur. comm.*, 2015, II, 1293 ss., con nota di Desana.

<sup>1155</sup> «[A]d avviso del Tribunale, le modificazioni statutarie concernenti i diritti di partecipazione dei soci vanno individuate non solo nelle modificazioni statutarie incidenti sui diritti di partecipazione patrimoniale dei soci ma anche in quelle incidenti sui diritti di partecipazione amministrativa dei soci, [...] tra i quali va senz'altro ricompreso il diritto del socio di presentazione di lista per la nomina dell'organo amministrativo», Trib. Milano Sez. Specializzata in materia di imprese, 31 luglio 2015, cit. (corsivo aggiunto). In argomento, N. CIOCCA, *Il voto di lista nelle società per azioni*, cit., 311 ss.

<sup>1156</sup> In argomento, per tutti, M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a. Nota ad App. Brescia, 2 luglio 2014*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss., spec. paragrafi 3 e 4. L'A. esordisce asserendo come il recesso abbia luogo indubbiamente quando viene modificato lo statuto, alterando i diritti di voto o partecipazione in precedenza attribuiti alle singole azioni, ma come questa semplice definizione possa generare plurimi interrogativi circa la reale portata del "diritto di partecipazione", la rilevanza di modifiche non peggiorative e l'impatto rispetto a diverse categorie di azioni. Nello stesso senso, v. anche M. STELLA RICHTER jr., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 361 ss., spec. 365 ss., il quale si sofferma poi sulla medesima pronuncia del Tribunale di Milano, assumendo la posizione di seguito argomentata.

maggioranza, partecipando dunque ad una scelta di essenziale rilievo per l'ente. A seguito della riforma, infatti, il recesso del socio non è più da ritenersi in guisa di un rimedio di portata eccezionale, quanto piuttosto un efficace strumento a tutela del socio.

Il Tribunale di merito appena richiamato, che così ammette una lettura amplissima dell'espressione "diritti di partecipazione" e considera annullabile la deliberazione assembleare non preceduta dalla predeterminazione del valore delle azioni<sup>1157</sup>, non è dunque conforme rispetto alla Corte d'Appello di Napoli ed al Tribunale di Roma, espressi rispettivamente il 21 dicembre 2011<sup>1158</sup> ed il 29 aprile 2014<sup>1159</sup> nel senso di ritenere non rilevanti ai fini del recesso modificazioni che incidano indirettamente sui diritti degli azionisti, né alla Corte di Appello di Brescia, del 2 luglio 2014<sup>1160</sup>, di recente confermata dalla pronuncia della Cassazione, del 1 giugno 2017, n. 13875<sup>1161</sup>, secondo la quale l'incertezza del significato da attribuire all'espressione di cui alla lettera oggetto d'esame non comporta una modificazione concernente i diritti di voto, il cui ambito – anche per ragioni sistematiche – non è estendibile né sovrapponibile rispetto alla *ratio* della norma e ai diritti di partecipazione, i quali non possono di certo ricomprendere i diritti amministrativi (quindi, di voto *ex art.* 2351 c.c.), non risultando altrimenti significativa la congiunzione disgiuntiva, dovendosi al contrario gli stessi inserire tra i diritti di natura economica (di partecipazione agli utili). La portata di siffatta interpretazione sarebbe però eccessivamente ampia<sup>1162</sup>.

«[P]arlare [come suggerisce il Tribunale ambrosiano] di una rilevanza ai fini dell'art. 2437, lett. g), cod. civ. anche di modificazioni "indirette" dei diritti degli azionisti significherebbe, a ben guardare, rendere sostanzialmente illimitato l'ambito di applicazione della norma [...] con la conseguenza, sicuramente paradossale, che ogni modifica statutaria [sia essa una modifica relativa alla introduzione della competenza assembleare a rilasciare autorizzazioni *ex art.* 2364, comma 1, n. 5, c.c. sia essa riferita alla previsione che i consiglieri di amministrazione e i sindaci vengano

---

<sup>1157</sup> Rimane tuttavia percorribile l'ipotesi, effettivamente percorsa dalla società nel caso di specie, della rinuncia alla modifica statutaria *de qua*.

<sup>1158</sup> App. Napoli, 21 dicembre 2011, inedita, richiamata tuttavia in E. MACRÌ, *Il recesso del socio nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Soc.*, 2016, 99 s. e in N. ATLANTE, *Brevi appunti sull'art. 2437 primo comma lett. g) c.c.*, in *Riv. not.*, 2016, 1083 ss., a 1089).

<sup>1159</sup> Trib. Roma, 29 aprile 2014, in CNN Notizie, *Sul significato di "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione" ai fini dell'esercizio del diritto di recesso ex art. 2437, lett. g)*, 10 marzo 2015, con commento di Ruotolo-Boggiali; v. anche Trib. Roma, 21 gennaio 2013, in *Foro pad.*, 2013, I, 469 ss., con nota di Napoletano.

<sup>1160</sup> App. Brescia, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss., con nota di Ventrone, spec. a 1057.

<sup>1161</sup> Cass., 1 giugno 2017, n. 13875, in *Soc.*, 2018, 13 ss., con nota di Zamperetti; in *Not.*, 2017, 445 ss., con nota di Terranova; in *CED Cassazione*, 2017; in *Quotidiano Giuridico*, 2017.

<sup>1162</sup> A. PACIELLO, *Commento sub art. 2437 ss.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 2, 1113; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309 ss. (i quali affermano che solo le modifiche dirette qualitativamente e quantitativamente incidenti sul diritto di voto – e non anche sugli altri diritti amministrativi – possono dar luogo a recesso); E. MACRÌ, *Il recesso del socio nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, *cit.*, a 98; C. ANGELICI, *Angelici e Libertini. Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.; G. MARASÀ, *Commento sub art. 2437 ss.*, in F. D'ALESSANDRO, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Piccin, Padova, 2010, 784; e CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Fattispecie prevista dall'art. 2437, 1 comma, lett. g) c.c.*, in *Riv. not.*, 2013, 1087 (i quali sostengono che solo le modifiche qualitativamente e quantitativamente incidenti sui diritti amministrativi (tutti) e patrimoniali diano luogo a recesso). *Contra*, M. LIBERTINI, *Angelici e Libertini. Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.; A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove S.p.A.*, a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 2, 1412.

eletti secondo il voto di lista<sup>1163</sup>] sarebbe suscettibile, a prescindere dal suo contenuto formale, di attribuire ai soci dissenzienti il diritto di recesso»<sup>1164</sup>.

---

<sup>1163</sup> M. STELLA RICHTER jr., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, cit., spec. 369 ss.

<sup>1164</sup> C. ANGELICI, *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, 865 ss., a 870. Concordi anche L. Cavalaglio, *Commento sub 2437*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Utet, Torino, 2015, 1185 s.; M. VENTORUZZO, *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a. Nota ad App. Brescia, 2 luglio 2014*, cit., 20; G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2011, 215 s. Peraltro, anche in occasione delle numerose operazioni societarie inerenti alla disciplina del voto di lista (*inter alia*, nel maggio 2016, durante l'assemblea di Enel, ove il sistema del voto di lista ha condotto ad eleggere soltanto *parte* del Consiglio), non si sono poste questioni circa il recesso.

*For the rational study of the law the black-letter man may be the man of the present,  
but the man of the future is the man of statics and the master of economics.  
– Oliver Wendell Holmes jr.*

#### **4.2.5. Profili empirici.**

Nel tentativo di offrire una risposta all'iniziale interrogativo (l'opportunità di ricomprendere la fattispecie del voto di lista nell'ambito dell'autodisciplina), lo scritto ha sinora affrontato una lettura in chiave funzionale della fattispecie, concentrandosi sull'annoso dibattito relativo a voto di lista e ruolo degli amministratori indipendenti, quindi descrivendo l'evoluzione delle tematiche di maggior rilievo. Proprio in ragione del fatto che il collegamento più forte ad ora esistente tra voto di lista e autodisciplina è dato dalla figura degli amministratori indipendenti, è su di essi che si concentra l'attenzione del presente paragrafo. Esso è, in altri termini, il prodotto della "più propositiva che ergetica" volontà di concludere la disamina con una considerazione dei dati empirici ad essi riferiti, oggetto di crescente attenzione<sup>1165</sup> anche negli scritti giuridici<sup>1166</sup>, in particolare tra quelli che più risentono dell'influenza anglosassone rispetto a quella germanistica tradizionale<sup>1167</sup>.

Di qui, per provare la bontà del meccanismo e l'importanza essenziale che gli amministratori indipendenti tratti dalla lista di minoranza esercitano rispetto ad un tema di portata sicuramente primaria nell'ambito societario, si è inteso utilizzare quale parametro la *dividend policy*, spesso terreno di conflitto tra azionisti e *management*<sup>1168</sup>. Quest'ultimo, infatti, può utilizzare liberamente il *cash flow*, abusandone e impiegandolo per scopi personali, proprio attraverso una manipolazione delle modalità con cui i dividendi vengono distribuiti<sup>1169</sup>. Tale parametro è stato scelto presupponendo l'esistenza di un mercato efficiente, cioè in grado di selezionare le imprese che ricorrono al mercato per il finanziamento di investimenti ottimali. Diversamente, un alto *pay-out ratio* non sarebbe necessariamente segnale di imprese in grado di

<sup>1165</sup> R.C. ELLICKSON, *Trends in Legal Scholarship: A Statistical Study*, in *J. Legal Stud.*, 2000, vol. 29, 517 ss.

<sup>1166</sup> «Empiricism is also a unifying theme of several of the increasingly influential interdisciplinary approaches to the study of law», in R.H. MCADAMS, T.S. ULEN, *Empirical and Experimental Methods of Law: Introduction*, in *Univ. Ill. Law Rev.*, 2002, a 791. Nel panorama accademico, piace ricordare come si possano distinguere chiaramente tre "specie" di ricercatori ("clams, dolphins, and plankton"), anche in ragione dei loro diversi "approcci" allo studio ("doers, users, and critic"), così da trarne nove combinazioni: tra essi, «a dolphin would include the "movers and shakers of the legal academy[,] grounded in traditional legal scholarship [but using] empirical research to increase our understanding of the law and to add to the tools available to legal researchers"» (S. SEIDMAN DIAMOND, *Empirical Life in Legal Waters: Clams, Dolphins & Plankton*, in *Univ. Ill. Law Rev.*, 2002, 803 ss., a 808).

<sup>1167</sup> P. MARCHETTI, *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, *op. cit.*, 65 s.

<sup>1168</sup> Cfr., in argomento, H. WANG, *Managerial entrenchment, equity payout and capital structure*, in *J. Banking & Fin.*, 2011, vol. 35, n. 1, 36 ss.; A. HU, P. KUMAR, *Managerial Entrenchment and Payout Policy*, in *J. Fin. & Quant. Analysis*, 2004, vol. 39, n. 4, 759 ss.; J. FARINHA, *Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*, in *J. Bus. Fin. & Acct.*, 2003, vol. 30, nn. 9, 10, 1173 ss.; E.F. FAMA, K.R. FRENCH, *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, in *J. Fin. Econ.*, 2001, vol. 60, n. 1, 3 ss. e F.H. EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, *cit.*

<sup>1169</sup> Già, in tal senso, O.E. WILLIAMSON, *The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*, Ford Foundation Doctoral Dissertation Series, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1964; F.H. EASTERBROOK, *Two agency-cost explanations of dividends*, *cit.*; M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, vol. 3, n. 4, 305 ss. e M. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *Am. Econ. Rev.*, 1986, vol. 76, n. 2, 323 ss.

soddisfare al meglio gli interessi degli azionisti, bensì potrebbe rivelarsi soluzione orientata a distrarre utili risorse finanziarie dall'impresa.

Argomento studiato anche in passato, esso è stato di recente sottoposto a nuove indagini empiriche<sup>1170</sup>, sebbene con riferimento ad altre realtà nazionali (rispettivamente Spagna e Stati Uniti), i cui dati rilevanti risultavano però meno difficilmente reperibili rispetto al contesto italiano. Gli studi in parola hanno, nello specifico, individuato la correlazione tra *dividend policy* e proporzione di donne presenti quali consiglieri di amministrazione di società quotate presso la *Bolsa de Madrid*, da un lato, tra *dividend policy* e indipendenza dei consiglieri, durata del loro incarico, ruoli ricoperti, nonché struttura della remunerazione, dall'altro.

In altri termini, un azionariato, soprattutto se frammentato, a fatica riuscirebbe a monitorare l'operato del *management* se non nominando amministratori indipendenti e, *ceteris paribus*, azionisti di minoranza a fatica riuscirebbero ad essere opportunamente tutelati se non nominando anch'essi amministratori indipendenti. Come anticipato, si è dunque inteso ampliare la valutazione suggerita nel secondo *paper* richiamato, non limitandosi a considerare il collegamento tra la presenza di amministratori indipendenti e propensione alla corresponsione di dividendi, bensì ponendo mente anche alla situazione che si verifica in presenza di amministratori indipendenti tratti dalla lista presentata proprio dagli azionisti di minoranza.

#### 3.2.5.1. Descrizione analitica del metodo e del procedimento di indagine.

Il presente studio si propone di illustrare i risultati dell'analisi compiuta, non prima però di aver dato conto, in modo analitico, delle modalità di impostazione dell'indagine, delle fonti utilizzate al fine di acquisire i dati essenziali, delle scelte operate nella loro organizzazione e delle metodologie impiegate, onde garantire completezza e chiarezza all'esposizione.

L'impostazione dell'indagine empirica condotta, pur nella consapevolezza dei suoi limiti e delle sue criticità<sup>1171</sup>, è stata preceduta da una preliminare attività di ricerca, volta ad individuare gli elementi di maggiore interesse essenziali alla realizzazione della disamina quantitativa e alla coerente impostazione della partitura dell'argomentazione. È stata dunque analizzata l'ampia letteratura, tanto considerando i contributi storicamente importanti in tema di amministratori indipendenti e di *dividend policy* quanto gli scritti più recenti e vicini al progetto di ricerca qui svolto, di cui si è detto poc'anzi.

#### 3.2.5.2. Letteratura.

Sterminata, la letteratura in tema di amministratori indipendenti (ed indipendenti di minoranza) vede tra gli scritti più rilevanti una disamina del sistema italiano, che va assumendo connotati propri e differenziandosi rispetto ad altri Paesi. Si deve osservare preliminarmente che, per un verso, il meccanismo pone il rischio che gli azionisti che detengono meno del 20-10% di azioni esercitino una eccessiva influenza sul Consiglio di amministrazione, arrivando a nominare

---

<sup>1170</sup> Cfr. M.C. PUCHETA-MARTÍNEZ, I. BEL-OMS, *The Board of Directors and Dividend Policy: the Effect of Gender Diversity*, in *Ind. & Corp. Change*, 2016, vol. 25, n. 3, 523 ss. e V. SHARMA, *Independent directors and the propensity to pay dividends*, in *J. Corp. Fin.*, 2011, vol. 17, n. 4, 1001 ss.

<sup>1171</sup> Pongono in rilievo tali questioni, anche con particolare riguardo alle analisi empiriche riguardanti gli amministratori indipendenti, S. BHAGAT, R. ROMANO, *Empirical Studies of Corporate Law*, in *Handbook of Law and Economics*, a cura di A. Mitchell Polinsky e S. Shavell, 2018, in corso di pubblicazione; Yale ICF Working Paper No. 05-16, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=728103](https://ssrn.com/abstract=728103).

la maggioranza del Consiglio stesso, a controllare la decisione strategica sulla società, nonostante un investimento contenuto. Per altro verso, l'assenza di azionisti di controllo permette agli investitori istituzionali di nominare la maggior parte del *Board*. Non solo: un rischio ulteriore può derivare dall'insorgenza, durante l'assemblea dei soci, di una situazione nuova e imprevedibile, che deve essere prontamente risolta e che il voto per delega non permette di gestire, così creando una marcata asimmetria tra azionisti. Altri autori si sono invece soffermati sul ruolo degli amministratori indipendenti in strutture societarie disperse e concentrate<sup>1172</sup>, ovvero soltanto concentrate<sup>1173</sup>, citando peraltro il modello italiano, valido esempio di protezione dei diritti delle minoranze proprio grazie al voto di lista.

Amplissimi, gli studi su amministratori indipendenti ed attitudine al pagamento dei dividendi si configurano ancora come un vero e proprio “*puzzle*”<sup>1174</sup>. Il tema, introdotto dagli studi di Modigliani e Miller<sup>1175</sup>, ha appassionato numerosi autori, i quali hanno indagato il ruolo dei dividendi, distribuiti con l'intenzione di frenare problemi di agenzia e ridurre i costi. Una oculata politica dei dividendi potrebbe però realizzare un concreto meccanismo volto a mitigare i conflitti di interesse tra azionisti di controllo e di minoranza. Proprio i dividendi potrebbero permettere una riduzione dei costi di agenzia<sup>1176</sup>, dal momento che dividendi più elevati aumenterebbero la probabilità di avvalersi più frequentemente di finanziamenti esterni<sup>1177</sup>. Inoltre, dividendi più elevati ridurrebbero i costi di agenzia in presenza di informazioni asimmetriche tra azionisti e *management*<sup>1178</sup>: il conflitto di interessi tra essi sarebbe particolarmente marcato per quanto riguarda la politica di *payout* quando la società generi un flusso di cassa maggiore delle sue

---

<sup>1172</sup> G. FERRARINI, M. FILIPPELLI, *op. loc. cit.*, i quali rilevano come l'avvalersi di amministratori indipendenti costituisca uno strumento atto a rafforzare il ruolo del *management* utilizzato *in primis* in contesti di azionariato disperso e solo successivamente concentrato.

<sup>1173</sup> L.A. BEBCHUK, A. HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, *cit.*

<sup>1174</sup> L'espressione è tratta da uno tra i più recenti scritti in argomento: V. SHARMA, *Independent directors and the propensity to pay dividends*, in *J. Corp. Fin.*, 2011, vol. 17, n. 4, 1001 ss.

Coevo ad esso, merita un riferimento anche C. LITAI, L. CHUAN, K. YONG-CHEOL, *Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies*, in *Int'l Bus. & Mgmt.*, 2011, vol. 3, n. 1, 176 ss.

<sup>1175</sup> M.H. MILLER, F. MODIGLIANI, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, in *J. Bus.*, 1961, vol. 34, n. 4, 411 ss. e F. MODIGLIANI, M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *Am. Econ. Rev.*, 1958, vol. 48, n. 3, 261 ss. La capitale importanza degli scritti richiamati è peraltro recentemente ribadita in P. STANLEY, C. GALE, *The Miller-Modigliani 1961 Ponzzi scheme, alias “dividend irrelevance”*, in *Int'l J. Law & Mgmt.*, 2012, vol. 54, n. 3, 23 ss.; S. BHATTACHARYA, *Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani*, in *J. Econ. Perspectives*, 1988, vol. 2, n. 4, 135 ss. e M.S. KNOLL, *The Modigliani-Miller Theorem at 60: The Long-Overlooked Legal Applications of Finance's Foundational Theorem*. U. Penn. Institute for Law & Economic Research Paper No. 17-43, ottobre 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3053953](https://ssrn.com/abstract=3053953) (ove l'A., a sessant'anni dalla pubblicazione del celebre articolo richiamato, rammenta la sua portata metodologica ed applicative per i giuristi d'oggi).

<sup>1176</sup> Per tutti, E.F. FAMA, M.C. JENSEN, *op. cit.* Recentissimamente, in uno studio empirico condotto rispetto al contesto norvegese, gli AA. evidenziano come i risultati suggeriscano che gli azionisti di controllo utilizzano volontariamente i dividendi per ridurre i conflitti di agenzia e costruire la fiducia, anziché preferire opportunisticamente benefici privati ai dividendi (J. BERZINS, Ø. BØHREN, B. STACESCU, *Shareholder Conflicts and Dividends*, in *Rev. Finance*, 2018, in corso di pubblicazione).

<sup>1177</sup> F.H. EASTERBROOK, *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in *Am. Econ. Rev.*, 1984, 1984, vol. 74, n. 4, 650 ss.

<sup>1178</sup> M.C. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *Am. Econ. Rev.*, 1986, vol. 76, n. 2, 323 ss.

possibilità di investimento. Secondo altri studi, la politica dei dividendi potrebbe essere efficacemente correlata alla proprietà e al controllo della struttura<sup>1179</sup>, nonché agli assetti proprietari<sup>1180</sup>, riguardo ai quali è stata dimostrata la correlazione negativa tra diritti di voto dei maggiori azionisti e dividendi e la correlazione positiva tra presenza di patti parasociali e dividendi, a conferma del fatto che la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza rimane questione di primario rilievo nel contesto italiano.

### 3.2.5.3. Dataset: costruzione del campione.

La ricerca, di cui si sono sinora tracciate soltanto le linee direttive essenziali, sconta anzitutto una notevole difficoltà nella determinazione dei dati, sia nell'individuare tutti gli amministratori indipendenti (indifferentemente considerando le ipotesi in cui il carattere di indipendenza derivi dal TUF ovvero dal Codice di Autodisciplina) che nell'arco di tempo 2005-2015<sup>1181</sup> sono stati nominati rispetto alle società considerate, sia nel determinare che essi siano tratti o meno da liste di minoranza. Non esiste, infatti, nel nostro Paese, un *database* completo e focalizzato sulla figura degli amministratori indipendenti, come (inaspettatamente) accade invece in Cina<sup>1182</sup>. È proprio la creazione del *database* rappresenta, ai fini della disamina proposta, un passaggio di imprescindibile rilievo e utilità. In effetti, non solo si è reso necessario avviare un percorso ricostruttivo e di reperimento dei dati caso per caso, ma è stato pure necessario confrontarsi con l'impossibilità di conoscere alcune informazioni, ad esempio laddove riferite a società quotate su AIM Italia, le quali si contraddistinguono per flessibilità regolamentare e non sono vincolate ad una *disclosure* di relazioni sulla *governance* e sulla remunerazione pari alle altre società quotate.

---

<sup>1179</sup> In tal senso, anzitutto, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *op. cit.*; in seguito, M. FACCIO, L.H.P. LARRY, L. YOUNG, *Dividends And Expropriation*, in *Am. Econ. Rev.*, 2001, vol. 91, n. 1, 54 ss.; C.G. HOLDERNESS, *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, in *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Rev.*, 2003, vol. 9, n. 1, 51 ss. e in *Governance*, 2005, 359 ss.

<sup>1180</sup> L. MANCINELLI, A. OZKAN, *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms*, in *Eur. J. Fin.*, 2006, vol. 12, n. 3, 265 ss.

<sup>1181</sup> L'arco temporale è stato scelto tenendo conto della disponibilità dei dati e delle relazioni strumentali alla costruzione del *dataset*, disponibilità decisamente ridotta *ante* 2005.

<sup>1182</sup> Di qui una tra le ragioni per cui molteplici studi hanno potuto concentrarsi sulle implicazioni dovute agli amministratori indipendenti, traendo da detto *database* amplissimo materiale. Tra essi, Y. QUAN, S. LI, *Are academic independent directors punished more severely when they engage in violations?*, in *China J. Acct. Research*, 2017, vol. 10, n. 1, 71 ss.; W. JIANG, H. WAN, S. ZHAO, *Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2016, vol. 29, n. 3, 655 ss.; H. LIU, H. WANG, L. WU, *Removing Vacant Chairs: Does Independent Directors' Attendance at Board Meetings Matter?*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 133, n. 2, 375 ss.; M. FIRTH, S. WONG, Q. XIN, H. YICK, *Regulatory Sanctions on Independent Directors and Their Consequences to the Director Labor Market: Evidence from China*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 134, n. 4, 693 ss.; J. ZHU, K. YE, J.W. TUCKER, K.J.C. CHAN, *Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China*, in *J. Corp. Fin.*, 2016, vol. 41, 262 ss.; L. WANG, *Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China*, in *J. Banking & Fin.*, 2015, vol. 55, 92 ss.; G. HU, R. YUAN, J.Z. XIAO, *Can independent directors improve internal control quality in China?*, in *Eur. J. Fin.*, 24 maggio 2014, 1 ss.; M. HABBASH, L. XIAO, A. SALAMA, R. DIXON, *Are Independent Directors and Supervisory Directors Effective in Constraining Earnings Management?*, in *J. Fin., Acct. & Mgmt.*, 2014, vol. 5, n. 1, 125 ss.; X. TANG, J. DU, Q. HOU, *The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors' Opinions: empirical evidence from China*, in *J. Acct. & Public Policy*, 2013, vol. 32, no. 3, 89 ss.; J. MA, T. KHANNA, *Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China*, Harvard Business School, Working paper, Paper No. 13-089, 2013; Y. ZHAO, *Independent directors in China: the path in which direction?*, in *Int'l Company & Comm. Law Rev.*, 2011, vol. 22, n. 11, 352 ss.

Anzitutto, grazie a *DataStream*, banca dati fattuale in ambito economico-finanziario tra le più importanti a livello internazionale, è stato realizzato l'elenco delle società italiane quotate al 30 giugno 2016, escludendo dal novero le società sottoposte a *delisting* e ottenendo una popolazione di 266 imprese.

Successivamente, rispetto a ciascuna società, sono stati consultati il bilancio consolidato, le relazioni su governo societario e assetti proprietari, nonché le relazioni sulle retribuzioni, così da individuare tutti gli amministratori indipendenti.

Quindi, al fine di determinare se gli amministratori così selezionati fossero stati tratti dalla lista presentata dagli azionisti di maggioranza o di minoranza, si sono esaminate entrambe le relazioni citate (governo societario e retribuzioni), nonché, nel caso in cui non presentassero questo dato, le liste scaricabili dal sito *internet* delle società e, in particolare per gli anni immediatamente seguenti all'introduzione del voto di lista, le verbalizzazioni delle delibere assembleari di nomina di tali amministratori, cui tali liste vengono appunto accluse.

Infine, dovendo affrontare il tema della c.d. *CEO duality*, si sono considerati i dati finanziari relativi alla politica di distribuzione di dividendi, e, segnatamente, pagamenti dei dividendi, vendite, flusso di cassa operativo, attivo totale, redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta (*return on assets* o ROA) e guadagni annuali, estrapolati da *Datastream*.

Il campione finale risulta dunque composto da 1260 osservazioni.

Nell'esposizione si tiene altresì conto di alcuni parametri impiegati per la classificazione dei dati, in particolare del settore di attività cui la società appartiene. Sono stati individuati macro-settori cui ricondurre l'attività svolta dalle società del campione, considerando gli indici *Super Sector* di Borsa Italiana, che a propria volta rappresentano aggregati dei c.d. ICB (*industry classification benchmark*). Tale diversificazione, che ricorre in pressoché tutti gli studi empirici condotti a livello societario, appare infatti di notevole interesse e foriera di implicazioni, stanti le rilevanti differenze tra le diverse categorie. Il recupero di tale modalità di indagine (e, conseguentemente, classificazione dei risultati) è funzionale anche all'illustrazione di eventuali sviluppi evolutivi e, *de iure condendo*, all'individuazione dei settori specifici rispetto ai quali eventualmente possa essere più significativo concentrarsi e intervenire riguardo alla disciplina del voto di lista.

#### 3.2.5.4. Ipotesi e variabili considerate.

La presente disamina mira a indagare il rilievo degli amministratori indipendenti, ed in particolare di amministratori indipendenti tratti da liste di minoranza, a tal fine verificando se la loro presenza nel Consiglio di amministrazione agisca effettivamente nell'interesse degli azionisti incrementando il valore dei dividendi, i c.d. *dividend payout levels*.

Si sono dunque testate le seguenti ipotesi:

$H_1$ : Società con un elevato numero di amministratori indipendenti registrano alti livelli di dividendi.

Come asserito, gli amministratori indipendenti assumono funzioni di *monitoring* rispetto al management onde proteggere gli interessi degli azionisti, tra l'altro supervisionando la corretta applicazione della c.d. *dividend policy*.

*H<sub>2</sub>: Società con un elevato numero di amministratori indipendenti tratti dalla lista di minoranza registrano alti livelli di dividendi.*

Stante il rilievo peculiare degli amministratori indipendenti di minoranza all'interno del panorama societario italiano, è utile trovare riscontro rispetto al fatto che la loro introduzione sia stata effettivamente foriera di benefici importanti per gli azionisti nel periodo considerato (2005-2015).

*H<sub>3</sub>: La presenza di amministratori indipendenti di minoranza risulta particolarmente efficace nelle società ad azionariato concentrato.*

Se tali amministratori indipendenti di minoranza intendono davvero arricchire e salvaguardare le minoranze, la loro presenza nelle società ad azionariato concentrato dovrebbe risultare maggiormente incisiva. Al contrario, nelle società ad azionariato disperso<sup>1183</sup>, dove il divario tra maggioranza e minoranza è meno sentito, il loro ruolo sarebbe meno significativo.

### 3.2.5.5. Metodologia.

La ricerca si compone di due fasi: la prima considera la probabilità di distribuire i pagamenti dei dividendi più elevati nel caso in cui in Consiglio vi siano più di 1/3 degli amministratori indipendenti, mentre la seconda prende in esame la probabilità di distribuire i dividendi più elevati nel caso in cui siano stati nominati più del 15% di indipendenti “di minoranza”.

Onde verificare la prima ipotesi, si sono costruiti due modelli. Il primo non considera gli effetti fissi dell'industria e dell'orizzonte temporale, compresi invece nel secondo modello.

Lo stesso processo è stato applicato alla seconda ipotesi, per comprendere detti effetti anche nel caso in cui la variabile di controllo sia legata alla presenza di amministratori tratti dalla lista di minoranza.

Si sono quindi esaminate le caratteristiche del campione, considerando come significativa la presenza di amministratori indipendenti superiori ad 1/3 del Consiglio, la presenza di amministratori indipendenti “di minoranza” quando almeno pari al 15% del Consiglio di amministrazione e *CEO-duality*. Inoltre, sono state incluse caratteristiche di impresa collegate alla probabilità di distribuzione di dividendi, come *dividend payout ratio*, *cash flow* operativo sul totale dell'attivo, ROA e profitto annuale.

---

<sup>1183</sup> Sebbene l'ipotesi sia verificata con specifico riguardo al contesto italiano, naturalmente il risultato si estenderebbe a qualsiasi altro contesto caratterizzato da tale azionariato e, quindi, a quello statunitense. Riguardo allo stesso preme tuttavia sottolineare come il numero di *public corporations* sia però dimezzato nell'ultimo ventennio: da più di 8.000, nel 1996, a circa 4.300, nel 2016 (C.G. DOIDGE, R. STULZ, *The U.S. listing gap*, in *J. Fin. Econ.*, 2017, vol. 123, n. 3, 464 ss. e G. GRULLÓN, Y. LARKIN, R. MICHAELY, *The Disappearance of public firms and the changing nature of U.S. industries. Rice University, Working Paper, 2017*, consultabile all'indirizzo [editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=AFA2016&paper\\_id=776](http://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=AFA2016&paper_id=776)).

A tal fine vengono considerate le seguenti variabili:

Tabella 1. Descrizione delle variabili.

<i>Variabile</i>	<i>Descrizione</i>
<b>DIV_PAID</b>	dividendi pagati rispetto agli utili annuali
<b>DUMMY_INDEP</b>	variabile, pari ad 1 se gli amministratori indipendenti sono almeno pari ad un terzo del Consiglio, ovvero pari a 0 se non lo sono
<b>DUMMY_MIN_INDEP</b>	variabile, pari ad 1 se gli amministratori indipendenti di minoranza sono almeno pari al 15% del Consiglio, ovvero pari a 0 se non lo sono
<b>CFO_TA</b>	<i>cash flow</i> relative ad operazioni sull'attivo totale
<b>ROA</b>	<i>return on (average total) assets</i> , computato come reddito netto sul totale attività
<b>CEO_PRESIDENT</b>	pari ad 1 se l'Amministratore Delegato / <i>Chief Executive Director</i> è al contempo Presidente del Consiglio di amministrazione, con riferimento al momento in cui i dividendi vengono erogati
<b>LOSS</b>	variabile, pari ad 1 se gli utili sono negativi

Alla luce delle affermazioni compiute, sarebbe ragionevole attendersi un impatto positivo rispetto alla distribuzione dei dividendi come forma di ulteriore protezione degli interessi degli azionisti, soprattutto di minoranza, riscontrabile nel caso in cui le variabili DUMMY\_INDEP e DUMMY\_MIN\_INDEP presentino coefficienti positivi.

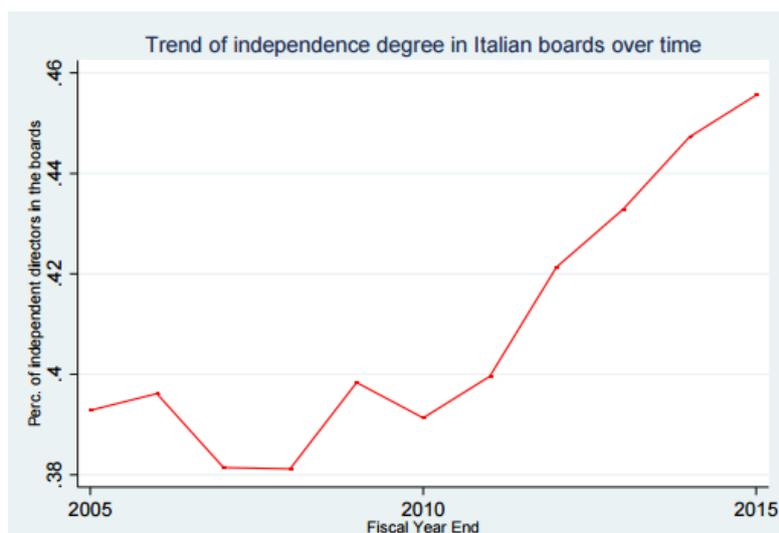
#### 3.2.5.6. Presenza di amministratori indipendenti.

I risultati delle analisi condotte sui dati a disposizione, attraverso l'impiego di tabelle e grafici che ne facilitino la lettura e il confronto, a fini illustrativi, sono accompagnati da un commento di dettaglio sugli stessi.

Lo studio richiede invero una preliminare verifica della presenza di amministratori indipendenti e di indipendenti di minoranza nei Consigli delle società appartenenti al campione.

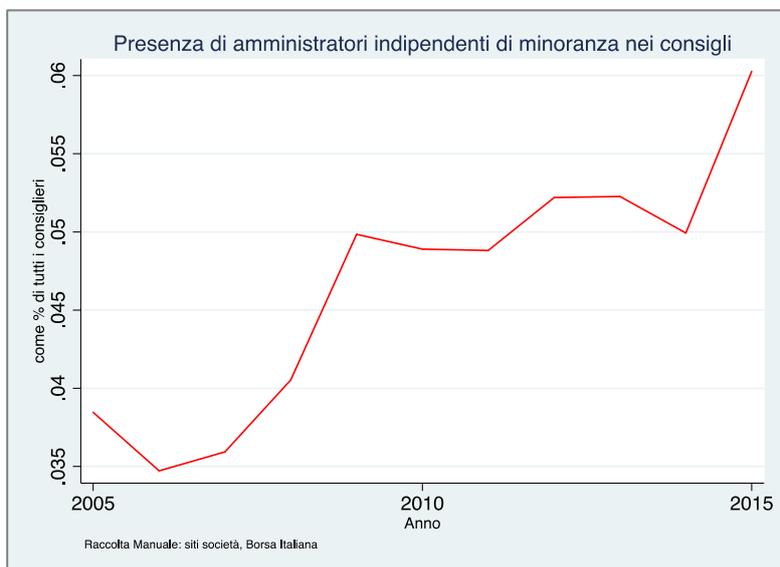
Come chiaramente illustrato dal Grafico 1, dopo fasi alterne tra il 2005 ed il 2010, il numero di amministratori indipendenti aumenta notevolmente sino al 2015.

Grafico 1.



Come evidenziato dal Grafico 2, il numero di indipendenti di minoranza aumenta nel periodo 2006-2009, per poi diminuire leggermente sino al 2011<sup>1184</sup> e risalire significativamente fino al 2015. Probabilmente, nel corso della crisi finanziaria, i non irridenti costi legati alla *disclosure* delle liste hanno condotto a ritenere il meccanismo in parola superfluo ed inefficiente.

Grafico 2.



<sup>1184</sup> È così confermato il dato riferito in S. ALVARO, G. MOLLO, G. SICILIANO, *op. cit.*, a 23 e nota 79.

### 3.2.5.7. Settore e periodo di osservazione.

Venendo poi a considerare le singole società quotate, è interessante esaminare il settore in cui operano, e precisamente come metà del campione sia concentrato nei seguenti settori: bancario (250 osservazioni, 19.84%), delle costruzioni e dei materiali (119 osservazioni, 9.44%), automobilistico e componenti elettrici/elettronici (entrambi 146 osservazioni, 11.58%). Giova altresì ricordare come, tra esse, le banche presentino un numero rilevante di investitori istituzionali, che si avvalgono appunto del meccanismo del voto di lista per eleggere propri amministratori all'interno del Consiglio.

Tabella 2. Distribuzione delle società del campione per settore

	<i>Oss.</i>	<i>%</i>
Aerospaziale e difesa	11	0,87
Automobilistico	73	5,79
Bancario	250	19,84
Bevande	12	0,95
Chimico	21	1,67
Edilizia e costruzioni	119	9,44
Elettricità	65	5,16
Apparecchiature elettriche ed elettroniche	73	5,79
Finanziario	64	5,08
Telecomunicazioni di rete fissa	20	1,59
Prodotti alimentari - Rivenditori	15	1,19
Prodotti alimentari - Produttori	43	3,41
Gas, acqua e utenze	53	4,21
Industria	39	3,1
Venditori al dettaglio	35	2,78
Salute e servizi	17	1,35
Costruzioni e casalinghi	60	4,76
Ingegneria industriale	55	4,37
Metalli per uso industriale e minerali	8	0,63
Trasporti industriali	10	0,79
Beni di agio	8	0,63
<i>Media</i>	28	2,22
Telecomunicazioni mobili	10	0,79
Assicurazioni (non ramo vita)	1	0,08
Produttori di gas e petrolio	3	0,24

Apparecchi a petrolio	7	0,56
Beni personali	44	3,49
Farmaceutico e biotecnologie	13	1,03
Investimenti e servizi immobiliari	7	0,56
Servizi informatici e <i>software</i>	47	3,73
Servizi di assistenza	20	1,59
Tecnologia <i>hardware</i>	20	1,59
Viaggio e tempo libero	9	0,71
<b><i>Totale</i></b>	<b><i>1.260</i></b>	<b><i>100</i></b>

Quanto al periodo considerato, la distribuzione delle osservazioni appare costante. All'indomani dell'introduzione di amministratori tratti da liste di minoranza, le osservazioni risultano – come prevedibile – di poco inferiori ai valori registrati negli anni successivi.

Tabella 3. Distribuzione delle osservazioni nel periodo 2005-2015.

<b><i>Anno</i></b>	<b><i>Oss.</i></b>	<b><i>%</i></b>
2005	100	7,94
2006	102	8,1
2007	113	8,97
2008	108	8,57
2009	107	8,49
2010	115	9,13
2011	110	8,73
2012	130	10,32
2013	135	10,71
2014	125	9,92
2015	115	9,13
<b><i>Totale</i></b>	<b><i>1.260</i></b>	<b><i>100</i></b>

### 3.2.5.8. Statistiche descrittive.

La Tabella 4 riporta, in relazione alle variabili sopra richiamate, una serie di statistiche essenziali a testare entrambe le ipotesi. Tra i dati rilevati, primario interesse riveste il valore medio del *dividend payout ratio* (DIV\_PAID), pari a 0,02, e la relativa mediana, che conferma detto valore attestato a 0,01. Più della metà delle società comprese nel campione (59%) presentano un'alta percentuale di amministratori indipendenti (almeno pari ad un terzo del Consiglio), mentre un numero ben più ridotto (13%) presenta almeno il 15% di amministratori indipendenti tratti da lista di minoranza.

Tabella 4. Statistiche descrittive.

<i>Variabile</i>	<i>Media</i>	<i>SD</i>	<i>P5</i>	<i>P25</i>	<i>Mediana</i>	<i>P75</i>	<i>P95</i>
DIV_PAID	0,02	0,04	0	0	0,01	0,03	0,09
DUMMY_INDEP	0,59	0,49	0	0	1	1	1
DUMMY_MIN_INDEP	0,13	0,33	0	0	0	0	1
CFO_TA	0,04	0,06	-0,05	0,01	0,04	0,08	0,14
ROA	1,75	6,18	-8,58	0,3	1,62	4,55	11,07
CEO_PRESIDENT	0,41	0,49	0	0	0	1	1
LOSS	0,28	0,45	0	0	0	1	1

# Osservazioni = 1260

### 3.2.5.8. Correlazione lineare.

La Tabella 5 dà conto dell'indice di correlazione di *Pearson* (ovvero di *Bravais-Pearson*), altresì noto come coefficiente di correlazione lineare, teso a valutare l'eventuale relazione tra due variabili statistiche, quali la distribuzione dei dividendi e (i) la presenza di amministratori indipendenti (DUMMY\_INDEP); (ii) la presenza di amministratori indipendenti tratti da liste di minoranza (DUMMY\_MIN\_INDEP); (iii) *cash flow* rispetto all'attivo totale (CFO\_TA); (iv) *CEO duality* (CEO\_PRESIDENT); (v) *ROA* e (vi) *negative earnings* (LOSS).

Detta correlazione risulta positiva rispetto alla presenza di indipendenti "di minoranza", al *cash flow* e al *ROA*, negativa rispetto alla presenza di indipendenti, *CEO duality* e *negative earnings*.

È dunque proprio la provenienza degli amministratori indipendenti da liste di minoranza a rendere positiva la correlazione rispetto alla distribuzione dei dividendi, non il solo fatto di essere amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza. Risultato, questo, niente affatto intuitivo.

In linea con le attese, invece, la correlazione emersa rispetto alle variabili finanziarie.

Costituisce, infine, ulteriore argomento a sostegno della tesi, che vorrebbe scindere le figure di CEO e Presidente del Consiglio di amministrazione della medesima società, il fatto che la *CEO duality* sia negativamente correlata ai dividendi.

Tabella 5. Indice di correlazione di Pearson.

	DIV_PAID	DUMMY_ IND	DUMMY_ MIN_IND	CFO_TA	ROA	CEO_ PRESID	LOSS
DIV_PAID	1						
DUMMY_ INDEP	-0,1158***	1					
DUMMY_ MIN_ INDEP	0,263***	0,0182	1				
CFO_TA	0,1797***	-0,0259	0,0545**	1			
ROA	0,2684***	-0,0838***	0,0285	0,5694***	1		
CEO_ PRESID	-0,1581***	-0,0726***	-0,1718***	0,0562*	0,0249	1	
LOSS	-0,3255***	0,0861***	-0,0869***	0,3467***	- 0,6194**	0,1213***	1

Note: \*\*\* indica il significato al livello 1%; \*\* al livello 5% e \* al livello 10%.

### 3.2.5.9. Regressione: risultati.

Le tabelle successive espongono i risultati empirici della regressione condotta, ottenuti investigando l'effetto di amministratori indipendenti (Tabella 6) e indipendenti di minoranza (Tabella 7) rispetto al dividendo, riguardo alla quale si focalizza l'attenzione sull'ammontare dei dividendi erogati (DIV\_PAID). I due modelli (Colonna 1 e 2) differiscono per la valutazione del segmento industriale e dell'arco temporale, considerata nella sola Colonna 2.

In relazione all'effetto degli amministratori indipendenti (Tabella 6), interpretando i coefficienti del modello di regressione, si nota come una percentuale elevata di amministratori indipendenti non incrementi il valore dei dividendi, nemmeno tenendo conto del segmento industriale e dell'arco temporale in cui è condotta l'osservazione.

In relazione all'effetto degli amministratori indipendenti "di minoranza" (Tabella 7), si rammenta come i risultati siano significativi quando il livello di fiducia o confidenza è pari al 95%, e quindi si pone in rilievo come una numerosa presenza di amministratori nominati dagli azionisti di minoranza influenzi positivamente i dividendi distribuiti, ovvero si riverberi positivamente su tutti gli azionisti, non solo su coloro i quali hanno proposto la lista contenente il loro nominativo.

Successivamente, stanti gli interessanti risultati ottenuti in relazione agli amministratori tratti dalla lista presentata dalla minoranza azionaria, si ritiene opportuno compiere una regressione logistica (c.d. *logit regression*) per analizzare se la presenza di detti amministratori incrementi la probabilità di distribuzione dei dividendi, dei quali viene considerato non solo l'ammontare bensì anche la frequenza.

Il risultato del modello di regressione (Tabella 8) è una variabile *dummy*, pari a 1 nel caso di pagamento del dividendo. In essa, la Colonna 1 ne precisa il coefficiente, la Colonna 2, invece, la probabilità.

Particolare attenzione merita la variabile DUMMY\_MIN\_INDEP, riportante un coefficiente significativo che indica la positiva correlazione tra la probabilità di pagamento dei dividendi e la presenza di azionisti indipendenti "di minoranza" nel Consiglio di amministrazione.

I risultati sin qui ottenuti sono stati peraltro valutati alla luce della concentrazione dell'azionariato della società, tramite la disamina della variabile *close* presente nel *database Datastream*. In assenza di un valore preciso della suddetta variabile, si è inteso calcolare il valore medio della variabile *close* nell'arco temporale oggetto di studio, quindi, è stato determinato il valore medio della concentrazione in relazione a ciascuna società, infine, il valore assunto dalle unità statistiche centrali rispetto alla distribuzione, la mediana appunto. Dopo aver individuato la mediana nel valore pari al 55,64%, si è analizzato l'impatto che la presenza di amministratori indipendenti di minoranza esercita al di sopra e al di sotto di tale soglia.

L'effetto positivo della loro presenza, valutato rispetto al fatto che essi distribuiscano un numero di dividendi maggiore alle minoranze, appare più evidente in relazione alle società più concentrate (Tabella 9), risulta invece meno significativo – seppur positivo – rispetto alle società poco concentrate (Tabella 10).

Tabella 6. Effetto degli amministratori indipendenti rispetto alla distribuzione dei dividendi.

<i>Variabili</i>	(1)	(2)
	Variabile dipendente: DIV_PAID	
DUMMY_INDEP	-0.008* (-1.86)	-0.008** (-2.29)
CFO_TA	0.033 (1.59)	0.059*** (3.32)
ROA	0.001*** (2.86)	0.001*** (3.31)
CEO_PRESIDENT	-0.011*** (-2.72)	-0.006 (-1.57)
LOSS	-0.019*** (-4.69)	-0.011*** (-3.77)
INDUSTRY FIXED EFFECTS	NO	YES
YEAR FIXED EFFECTS	NO	YES
CONSTANT	0.036*** (6.11)	0.052*** (8.08)
OBSERVATIONS	1,260	1,260
R-SQUARED	0.1416	0.2987
ADJ. R-SQUARED	0.1382	0.2715

Tabella 7. Effetto degli amministratori indipendenti tratti dalla lista di minoranza rispetto alla distribuzione dei dividendi.

<i>Variabili</i>	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>
	Variabile dipendente: DIV_PAID	
DUMMY_MIN_INDEP	0.026** (2.07)	0.018* (1.80)
CFO_TA	0.022 (1.24)	0.053*** (3.01)
ROA	0.001*** (2.94)	0.001*** (3.16)
CEO_PRESIDENT	-0.008** (-2.09)	-0.004 (-1.10)
LOSS	-0.018*** (-4.47)	-0.011*** (-3.81)
INDUSTRY FIXED EFFECTS	NO	YES
YEAR FIXED EFFECTS	NO	YES
CONSTANT	0.027*** (5.74)	0.042*** (6.97)
OBSERVATIONS	1,260	1,260
R-SQUARED	0.1798	0.3047
ADJ. R-SQUARED	0.1766	0.2778

Tabella 8. Risultati della regressione logistica, considerando l'effetto degli amministratori tratti dalla lista di minoranza.

<i>Variabili</i>	<i>(1)</i>	<i>(2)</i>
	Variabile dipendente: DIV_PAID	
DUMMY_MIN_INDEP	1.135*** (2.86)	0.239*** (2.89)
CFO_TA	4.126* (1.79)	0.867* (1.79)
ROA	0.157*** (3.93)	0.033*** (3.85)
CEO_PRESIDENT	-0.749*** (-2.87)	-0.157*** (-2.90)
LOSS	-2.262*** (-7.94)	-0.475*** (-7.83)
INDUSTRY	YES	YES
YEAR	YES	YES
CONSTANT	16.014*** (19.93)	
OBSERVATIONS	1,190	1,190
PSEUDO R-SQUARED	0.4227	

Robust z-statistics in parentheses

*Note: \*\*\* indica il significato al livello 1%; \*\* al livello 5% e \* al livello 10%*

*Robust z-statistics in parentheses.*

Tabella 9. Effetto rispetto alla *ownership*: società ad azionariato concentrato.

<i>Variabili</i>	(1) <i>Model 1</i>	(2) <i>Model 1</i>	(3) <i>Model 1</i>	(4) <i>Model 1</i>
LOT_INDEP	-0.003 (-0.94)	-0.004 (-1.57)		
LOT_MIN_INDEP			0.024** (2.29)	0.022*** (2.76)
CFO_TA	0.021 (0.96)	0.050*** (2.63)	0.016 (0.79)	0.043** (2.25)
ROA	0.001*** (2.83)	0.001*** (3.17)	0.001*** (3.36)	0.001*** (3.21)
AD_PRESIDENT	-0.008* (-1.90)	-0.007* (-1.84)	-0.006 (-1.43)	-0.007* (-1.74)
LOSS	-0.014*** (-3.06)	-0.009** (-2.09)	-0.012*** (-2.61)	-0.008** (-2.14)
INDUSTRY & YEAR F.E.	YES	YES	YES	YES
OBSERVATIONS	690	690	690	690
R-SQUARED	0.1502	0.3462	0.1950	0.3706
ADJ. R-SQUARED	0.1440	0.3005	0.1892	0.3266

t-statistics in parentheses

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.10

Tabella 10. Effetto rispetto alla *ownership*: società ad azionariato diffuso.

<i>Variabili</i>	(1) <i>Model 1</i>	(2) <i>Model 1</i>	(3) <i>Model 1</i>	(4) <i>Model 1</i>
LOT_INDEP	-0.015* (-1.88)	-0.011** (-2.30)		
LOT_MIN_INDEP			0.027 (1.59)	0.012 (1.08)
CFO_TA	0.058 (1.28)	0.063 (1.52)	0.034 (1.00)	0.059 (1.43)
ROA	0.000* (1.66)	0.000 (1.26)	0.000* (1.87)	0.000 (1.56)
ADPRESIDENTE	-0.016*** (-2.69)	-0.002 (-0.46)	-0.011** (-2.18)	0.002 (0.70)
LOSS	-0.025*** (-4.87)	-0.020*** (-3.86)	-0.026*** (-4.87)	-0.018*** (-4.04)
INDUSTRY & YEAR F.E.	YES	YES	YES	YES
OBSERVATIONS	570	570	570	570
R-SQUARED	0.1576	0.3728	0.1808	0.3663
ADJ. R-SQUARED	0.1501	0.3228	0.1735	0.3158

t-statistics in parentheses

\*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.10

#### 3.2.5.10. Implicazioni.

L'indagine, si rammenta, mira a valutare l'effetto prodotto dagli amministratori indipendenti in relazione alla distribuzione di dividendi, con particolare attenzione per gli indipendenti nominati dagli azionisti di minoranza, rispetto alle società quotate italiane nel periodo 2005 - 2015.

Alla luce della letteratura di cui si è dato conto, lo studio prende in considerazione la percentuale di amministratori indipendenti nel Consiglio come parametro per valutazioni di *governance* ed esamina la sua relazione con il livello di pagamento dei dividendi. Quindi, esso esamina se gli amministratori indipendenti tratti dalla lista proposta dagli azionisti di minoranza possano influenzare positivamente i pagamenti dei dividendi e aumentare la probabilità di distribuzione dei dividendi. Infine, esso indaga i risultati rispetto al grado di concentrazione dell'azionariato, così da derivare considerazioni sul ruolo che la presenza di amministratori indipendenti tratti da liste di minoranza può esercitare rispetto a compagini societarie differenti.

I risultati empirici confermano parzialmente le ipotesi iniziali.

Contrariamente alle previsioni, infatti, l'osservazione segnala che una elevata presenza di amministratori indipendenti nel Consiglio (almeno pari ad  $1/3$  di esso) riduce il rapporto di distribuzione dei dividendi, suggerendo un impatto negativo sulla redditività azionaria.

Inoltre, l'indagine dà prova dell'importanza degli indipendenti "di minoranza", i quali, se pari almeno al 15% del Consiglio di amministrazione, positivamente influenzano la politica dei dividendi. L'importo del dividendo è dunque garantito da indipendenti "di minoranza", così come la probabilità degli aumenti di distribuzione degli utili.

Pertanto, negli ultimi anni, il sistema giuridico italiano si è mosso verso un rafforzamento della tutela degli interessi degli azionisti (in particolare di società quotate), onde garantire un abuso minore da parte degli azionisti di controllo e del *management*.

*The life of law is, and should be, logic suffused by experience  
and experience tempered by logic.  
– Scott Brewer*

#### **4.2.6. Dell'opportunità di considerare il voto di lista come una *best practice*: considerazioni conclusive.**

Come anticipato, la trattazione comparata, la disamina della disciplina, la ricostruzione casistica, dottrinale e giurisprudenziale sin qui condotte risultano tutte strumentali all'interrogativo posto, vale a dire la possibilità di considerare il voto di lista in guisa di una *best practice* da inserire nel Codice di Autodisciplina. Il quesito trova nel presente lavoro una risposta in senso dubitativo, problematico. Di seguito si espongono le ragioni di tale convincimento.

All'esito di questa sezione del lavoro di ricerca intrapresa e in ordine alle considerazioni fino ad ora compiute, sia *de iure condito* sia *de lege ferenda*, in tema di designazione e nomina degli amministratori e di composizione dell'organo amministrativo di una società quotata, sembra riproporsi con evidenza l'istanza: *no participation without representation*.

Per un verso, è innegabile che i problemi societari non sono – né possono essere – completamente risolti dalla nomina di amministratori di minoranza, i quali non rappresentano certo a propria volta una vera e propria panacea, dal momento che, il sistema del voto di lista potrebbe condurre a fenomeni di “abuso di minoranza”, ad una relazione privilegiata tra la minoranza e l'amministratore che la stessa elegge, in forza di quello speciale flusso informativo che tra essi si instaura<sup>1185</sup>. Non solo: esso potrebbe pure condurre ad un “abuso di maggioranza”, laddove gli amministratori eletti dalla maggioranza riescano a “catturare” l'amministratore di minoranza. Inoltre, è bene ricordarlo, l'amministratore di minoranza potrebbe essere espressione di minoranze davvero esigue, il cui investimento nella società è estremamente ridotto,<sup>1186</sup> ovvero potrebbe trattarsi di semplici disturbatori.<sup>1187</sup> In questo caso, il dissenso manifestato potrebbe non essere legato a fondate ragioni, bensì espresso in forza di motivazioni precostituite, di uno scontro aprioristico rispetto alle posizioni della maggioranza. Al contrario, l'amministratore di minoranza potrebbe essere riconducibile al gruppo di controllo (e, in tal caso, la lista che lo esprime verrebbe opportunamente definita come “lista civetta”) ovvero eletto, come accaduto nel caso IMI<sup>1188</sup>, in violazione delle norme sul voto di lista attraverso la stipulazione di patti parasociali<sup>1189</sup>, da ritenersi conseguentemente nulli<sup>1190</sup>.

---

<sup>1185</sup> Per propria natura, l'amministratore di minoranza non è da considerarsi “estraneo” alla società, bensì “risponde sul piano sostanziale [...] alla formazione di minoranza che lo ha designato” secondo A. BLANDINI, *op. cit.*, 273. Al contrario, secondo M. Ventoruzzo (in *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006: prime osservazioni, cit.*, a 210), esso non è “fiduciario” dei soli soci che alla sua nomina hanno contribuito, bensì deve essere soggetto a “fedeltà, diligenza e correttezza identici a quelli de[gli altri] componenti il consiglio”. La correlazione tra i due è infatti solamente espressione di una situazione patologica.

<sup>1186</sup> Evidenza tale aspetto, con forza, F. BONELLI, *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 2005, 13.

<sup>1187</sup> Con tale termine si debbono intendere quegli amministratori che non esprimono una minoranza coalizzata, non invece quelli che rappresentano le c.d. liste civetta, di cui si dirà in seguito.

<sup>1188</sup> Trib. Roma, 18 marzo 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 81 con nota di Irrera; in *Foro pad.*, 1998, I, 129 con nota di Giorgio; in *Soc.*, 1996, 7, 831 ss., con nota di Anello, Rizzini Bisinelli e in *Riv. not.*, 1997, 882 ss.

Pur tuttavia, la definizione precisa delle liste, dei candidati, del collegamento<sup>1191</sup> tra liste<sup>1192</sup> e delle “regole del gioco”, di cui si è detto, non può che condurre a riflessioni sistematiche, ad un confronto aperto e costante, come quello tra Enriques-Zingales e Marchetti-Ventoruzzo, ospitato tra le colonne del *Il Sole 24 Ore*, che ha condotto ad affrontare spinose questioni.

Rispetto al tema delle c.d. liste corte, soprattutto con riguardo ai più numerosi dei Consigli, la previsione di un numero più elevato di amministratori di minoranza (e, *a fortiori*, indipendenti di minoranza) potrebbe porre (almeno parzialmente) rimedio<sup>1193</sup>. Parimenti, risulta necessario un

---

V. anche C. CONFORTI, *Nomina e revoca degli amministratori di società*, Giuffrè, Milano, 2007, 220 e M. COSSU, *Il voto di lista tra minoranza numerica e minoranza sostanziale*, in *Riv. not.*, 1998, 1275 ss.

<sup>1189</sup> Tali patti debbono essere naturalmente antecedenti rispetto alla nomina del consiglio, oppure successivi, qualora si riveli però “l’esistenza di un accordo precedente in merito alla presentazione delle liste”. L’appunto è rinvenibile in M. VENTORUZZO, *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, cit., a 223 e nota 11.

<sup>1190</sup> Cass., 13 settembre 2007, n. 19160, cit.

Le delibere non possono essere impugnate, invece, nel caso in cui i pattisti abbiano espresso il proprio voto in forma segreta. Sulla compatibilità tra patti parasociali e meccanismo d’elezione degli amministratori, v. G.A. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell’impresa. Il modello italiano, stabilità o contendibilità?*, Giuffrè, Milano, 2008, 95 ss.

<sup>1191</sup> Tra i riferimenti, è necessario tenere a mente eventuali collegamenti anche tra settori di mercato continui (ed i divieti di *interlocking* posti dal decreto Salva Italia, art. 36, d.L. 6 dicembre 2011, n. 201, convertito con modificazioni dalla L. 22 dicembre 2011, n. 214). Cfr. con AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni (IC 36)*, spec. a 68 ss.

<sup>1192</sup> Si è analizzata l’ipotesi di contemplare un sistema *one list, one vote*, che ammetta dunque il voto disgiunto, così arricchendo il sistema con un istituto foriero di ulteriori complessità.

<sup>1193</sup> L’assemblea di Terna s.p.a. del 23 marzo 2017 ha affrontato l’ipotesi secondo cui la lista che ha ottenuto il maggior numero di voti non presenti un numero di candidati sufficiente ad assicurare il raggiungimento del numero dei candidati da eleggere inserendo all’art. 14, comma terzo, una previsione del seguente tenore letterale: «b-bis) nel caso in cui la Lista di Maggioranza non presenti un numero di candidati sufficiente ad assicurare il raggiungimento del numero degli amministratori da eleggere ai sensi della precedente lett. a), si procede a trarre dalla lista stessa tutti i candidati ivi elencati, secondo l’ordine progressivo indicato in tale lista; dopo aver quindi provveduto a trarre gli altri amministratori dalle Liste di Minoranza, ai sensi della precedente lett. b), per il numero di posizioni, pari a tre decimi del totale, previsto per tali liste, si procede a trarre i restanti amministratori, per le posizioni non coperte dalla Lista di Maggioranza, dalla lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti tra le Liste di Minoranza (la “Prima Lista di Minoranza”) in relazione alla capienza di tale lista. In caso di capienza insufficiente, si procede a trarre i restanti amministratori, con le stesse modalità, dalla lista seguente (“Seconda Lista di Minoranza”) o eventualmente da quelle successive, in funzione del numero di voti e della capienza delle liste stesse. Infine, qualora il numero complessivo di candidati inseriti nelle liste presentate, sia nella Lista di Maggioranza che nelle Liste di Minoranza, sia inferiore a quello degli amministratori da eleggere, i restanti amministratori sono eletti dall’assemblea con delibera assunta ai sensi della successiva lett. d); c) qualora, a seguito dell’applicazione della procedura sopra descritta, non risultasse nominato il numero minimo di amministratori indipendenti stabiliti dalla legge e dall’art. 15.4 dello statuto, in relazione al numero complessivo degli amministratori, i candidati che risulterebbero eletti nelle varie liste ai sensi di quanto precede vengono disposti in un’unica graduatoria decrescente, formata secondo il sistema di quozienti indicato nella lett. b). Il/ o i candidato/i privo/i dei predetti requisiti in possesso del/i quoziente/i più basso/i sarà/saranno sostituito/i dal candidato/i in possesso di tali requisiti non eletto/i appartenente/i alla medesima lista del candidato/i sostituito/i secondo l’ordine progressivo di tale lista. In assenza di un numero di candidati tali da consentire il rispetto del numero di amministratori indipendenti, l’Assemblea delibera, con le maggioranze di legge, la sostituzione dei candidati privi dei requisiti di indipendenza che hanno ottenuto il quoziente più basso; c-bis) qualora, ad esito delle votazioni e delle operazioni di cui sopra, non risulti rispettata

adeguato bilanciamento di interessi: se, per un verso, infatti, il gruppo di controllo potrebbe non desiderare che il Consiglio costituisca l'espressione (predominante o sola) della minoranza, per altro verso, il gruppo di minoranza potrebbe non avere alcun interesse nel controllo. Ne deriva pertanto l'opportunità di consentire anche alla minoranza il voto di candidati tratti dalla lista di maggioranza (oltre che dalla propria lista), ove ne riconoscano le qualità, conseguentemente non verificandosi quei fenomeni derivati da posizioni precostituite ed antitetiche<sup>1194</sup>.

Rispetto alla presentazione delle liste da parte degli amministratori uscenti, come gli statuti di *Prismian* ed *Enel* suggeriscono, si impongono ulteriori considerazioni. Essendo note le deviazioni statunitensi dovute alla "perpetuazione della casta", anche in ragione del fatto che sarebbe contraddittorio non ammettere la *sola* lista proposta dal Consiglio uscente (e non le altre liste)<sup>1195</sup>, una disciplina più dettagliata risulterebbe di estrema utilità. In particolare, parrebbe rilevare una indicazione riguardante la formazione della decisione consiliare (ad esempio, a maggioranza degli amministratori indipendenti, o in presenza del parere favorevole di almeno un consigliere di minoranza); i meccanismi di *staggered board*, ossia rinnovi parziali del Consiglio; la *tenure* dei singoli consiglieri (ed il limite al numero dei loro mandati)<sup>1196</sup>; il numero dei requisiti che agli amministratori sono richiesti.

Tale rilievo indurrebbe a ritenere che la fattispecie del voto di lista non costituisca una raccomandazione da includere nel Codice di Autodisciplina, bensì che la stessa debba presentare carattere normativo e, quindi, trovare più opportunamente collocazione nel Testo Unico della Finanza. La disamina teorica ha infatti dato prova di come «[r]ipensare una legislazione troppo minuta e cogente consentirebbe non solo di eliminare alcune previsioni che comportano difficili problemi interpretativi (quali quelli indicati nel *Primo Rapporto sulla applicazione del Codice di Autodisciplina*, e cioè l'eliminazione di una doppia definizione di indipendenza [e l'introduzione di istituti di autodisciplina che ne consentano un controllo e una verifica, anche ad istanza di componenti endosocietarie]), ma di sanare delle vere e proprie aporie legislative come quella che

---

la normativa vigente in materia di equilibrio tra i generi, i candidati che risulterebbero eletti nelle varie liste ai sensi di quanto precede vengono disposti in un'unica graduatoria decrescente, formata secondo il sistema di quozienti indicato nella lett. b). Si procede quindi alla sostituzione del candidato del genere più rappresentato avente il quoziente più basso in tale graduatoria, con il primo dei candidati del genere meno rappresentato che risulterebbero non eletti e appartenente alla medesima lista del candidato del genere più rappresentato sostituito, fermo il rispetto del numero minimo di amministratori indipendenti di cui al precedente punto c). In caso di parità dei quozienti, la sostituzione viene effettuata nei confronti del candidato tratto dalla lista da cui risulterebbero tratti il maggior numero di candidati che risulterebbero eletti sulla base delle precedenti lettere a), b) e b-bis), fermo il rispetto del numero minimo di amministratori indipendenti di cui al precedente punto c). Se in tale lista non risultano altri candidati, la sostituzione di cui sopra viene effettuata dall'Assemblea con le maggioranze di legge e nel rispetto del principio di una proporzionale rappresentanza delle minoranze nel consiglio di amministrazione. Qualora la sostituzione del candidato del genere più rappresentato avente il quoziente più basso in graduatoria non consenta, tuttavia, il raggiungimento della soglia minima prestabilita dalla normativa vigente per l'equilibrio tra i generi, l'operazione di sostituzione sopra indicata viene eseguita anche con riferimento al candidato del genere più rappresentato avente il penultimo quoziente, e così via risalendo dal basso la graduatoria [...].»

<sup>1194</sup> Non avrebbe infatti ragione alcuna di esprimere dissenso rispetto ad una proposta della minoranza quell'amministratore tratto dalla lista di minoranza presentata da quegli stessi investitori che hanno nominato taluni membri dell'organo esecutivo.

<sup>1195</sup> Si discute della proposta in M. VENTORUZZO, *La corporate governance e la sfida della «lista» del Cda*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 aprile 2017.

<sup>1196</sup> Sulla più precisa delimitazione della durata della carica, v. M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione*, cit., 5.

impone la presenza di un consigliere indipendente nei consigli di gestione con più di quattro componenti (art. 147-*quater*, comma 1, TUF)<sup>1197</sup>.

Di converso, la riduzione della complessità, analiticità, imperatività delle norme realizzerebbe pienamente tale obiettivo, che si potrebbe tradurre in uno spazio ulteriore per l'autodisciplina. Essa, in altri termini, riguadagnerebbe terreno ove le venissero, legittimamente, affidati (anche in vista dell'esaurimento degli obblighi normativi in tema di diversità di genere, la già citata legge Golfo-Mosca)<sup>1198</sup> o ri-affidati (è il caso delle norme in tema di amministratori indipendenti, nonché della definizione dei loro requisiti<sup>1199</sup>, volte ad eliminare la differenza tra “indipendenza da Codice di Autodisciplina” e “da Testo Unico della Finanza”<sup>1200</sup>) gli ambiti suoi propri.

Tale osservazione indurrebbe a ritenere che la fattispecie del voto di lista abbia carattere di facoltatività, *a fortiori* in ragione del fatto che l'autonomia organizzativa rappresenta per molti aspetti il vero e proprio *quid* del mondo d'impresa, conseguentemente il ruolo del regolatore non può e non deve – nemmeno in nome delle esigenze di mercato – incidere in modo tanto profondo nel funzionamento dell'impresa medesima. D'altro canto, le evidenze empiriche rafforzano il convincimento per cui un numero elevato di amministratori indipendenti non possa che giovare all'efficacia dell'operato consiliare. Di qui, si auspica l'incremento del novero di amministratori indipendenti richiesto, soprattutto in relazione a *Board* più numerosi, rispetto ai quali le vigenti previsioni di legge (e dunque di un minimo di due indipendenti) paiono non sufficientemente cautelative<sup>1201</sup>.

---

<sup>1197</sup> M. STELLA RICHTER *jr*, *Evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e prospettive di riforma*, *cit.*, a 75.

<sup>1198</sup> In tal senso, auspicando che nel caso di specie ci si astenga «dal farsi prendere dalla tentazione (tutta italiana) di prorogare la durata dei regimi transitori», si esprime anche M. STELLA RICHTER *jr*, *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *cit.*, spec. a 13. Il mantenimento di una quota su base volontaria potrebbe infatti essere raccomandato proprio attraverso l'autodisciplina.

<sup>1199</sup> Al contempo, sulla scorta di quanto prevede il Codice inglese («[t]he Board should determine whether the director is independent in character and judgement *and* whether there are relationships or circumstances which are likely to affect, or could appear to affect, the director's judgement», corsivo aggiunto), a prescindere dalle situazioni espressamente previste, si ritiene necessario rafforzare l'importanza di una “effettiva indipendenza di giudizio”.

<sup>1200</sup> Pone l'accento sulla differenza definitoria tra i due documenti, E. DESANA, *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, *cit.*, a 201: «[a] proposito della condizione di indipendente non va poi dimenticato che alle disposizioni del Codice e del TUF si affiancano, seppure con valenza di *soft law*, le previsioni del codice di Autodisciplina delle società quotate (nella versione del luglio 3025), che all'art. 3.P.1. raccomanda la [loro] presenza [...]».

<sup>1201</sup> Si condivide qui quanto espresso in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO, *op. cit.*, ove gli AA. invitano a considerare un sistema in cui, per esempio, a determinate condizioni, il 25% dei consiglieri dovrebbero essere selezionati dalla lista risultata seconda in termini di voti.

*Ho compreso questo grazie alla filosofia ...  
mi comporto senza che mi venga imposto come alcuni sono costretti a fare per proprio timore della legge.  
— Aristotele*

*Il futuro ha un cuore antico.  
— Carlo Levi*

## CONCLUSIONI

Si consideri preliminarmente che l'attenzione alla *governance* nasce negli Stati Uniti negli anni Ottanta, con l'apertura dei mercati, la politica e l'economia liberista, l'inclinazione a considerare la società in guisa non tanto di organizzazione rispetto alla quale stabilire diritti e obblighi dei partecipanti quanto piuttosto come espressione di investitori (anche potenziali) che costituiscono la premessa per un interesse crescente anche nei confronti di meccanismi di governo efficienti e trasparenti, come strumento essenziale alla realizzazione concreta degli investimenti medesimi ed alla globalizzazione dei mercati. Con riguardo a tale nuova realtà si ravvisa chiaramente l'inadeguatezza delle sintetiche norme codicistiche, da un lato, e l'esigenza di una decodificazione tesa a recepire regole di comportamento concrete e gradite al mercato, dall'altro. In altri termini, si coglie l'esigenza di una maggiore autonomia statutaria e la tendenza da parte di ciascuna società ad adattare a sé le proprie norme, elaborando forme di *corporate governance* trasparenti, successivamente sottoposte alla valutazione del mercato. In tale prospettiva si elaborano i Codici di autodisciplina, formati non per iniziativa di agenzie pubbliche, con controllo della regolarità dei mercati, ma per iniziativa dell'ambiente stesso che di esse si avvale.

In relazione a ciò, la presente trattazione guarda analiticamente alla relazione tra i Codici di autodisciplina e il vigente tessuto normativo, così come ne confronta elasticità e rigidità nella *governance*. Ora, detti Codici, per lo più, specificano comportamenti particolari che già rientrano nelle norme generali, in un magma di doveri altrimenti di non facile soluzione, assumendo connotazioni differenti a seconda delle peculiarità nazionali e, al contempo, adeguandosi alle raccomandazioni della Comunità Europea. Si deve quindi convenire che, seppur ancora lontani da un codice di comportamento dai tratti comuni, dalle linee generali affini, occorre prendere atto del fenomeno di appropriazione, di assorbimento di alcuni aspetti espressi nell'ambito dell'autodisciplina – basti pensare, ad esempio, agli amministratori indipendenti, al sistema delle remunerazioni, alle operazioni in conflitto di interessi o con parti correlate – da parte del legislatore. Si configura dunque non un aumento della delegificazione<sup>1202</sup> e un *trend* positivo, ascensionale della autodisciplina, bensì una autentica osmosi<sup>1203</sup>.

---

<sup>1202</sup> Non si può infatti parlare di vera e propria “decodificazione” (N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Giuffrè, Milano, 1979), visto che comunque il legislatore si avvale di principi e regole che, sebbene promulgati da organismi privati, definisce appunto con il termine “codice”.

<sup>1203</sup> Non appare dunque condivisibile l'espressione, radicale e *tranchant*, secondo cui si assiste ad un “tramonto dell'unitarietà del potere statale”, così R. MANFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della Borsa*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, 1007. Al contrario, dà prova dell'osmosi di cui si è detto l'istituzione di articolazioni pluripersonali nell'ambito del consiglio di amministrazione, che era stata fin qui una prassi al più oggetto di raccomandazione dei codici di autodisciplina, [...] divenuta obbligatoria», M. STELLA RICHTER jr, *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, 2015, Egea,

Nello specifico, sebbene fondati su un meccanismo, quello del *comply or explain*, che – nonostante i dubbi “*malgré tout* non del tutto sopiti e sopibili” in ordine alla sua reale portata<sup>1204</sup> – costituisce il “punto di forza”<sup>1205</sup> dell’intera autoregolazione societaria, pare opportuno ritenere i Codici di Autodisciplina strumenti di notevole interesse per la strutturazione di una *governance* completa, efficiente e funzionale alla tutela di tutti i portatori di interesse. Essi nascono dall’esigenza di «abbandonare l’istintivo approccio per così dire “pangiuridico” [...], abbandonare cioè la pretesa a considerare il diritto come lo strumento in grado di risolvere tutti i nostri problemi e riconoscere che ve ne sono molti, forse quelli più importanti, che richiedono altri strumenti di soluzione»<sup>1206</sup>, trattasi di problemi parimenti rilevanti, sebbene non si avvalgano di norme immediatamente precettive. Al contrario, è forse proprio il fatto che l’autodisciplina, espressione della “destatalizzazione del diritto”<sup>1207</sup>, provenga dai medesimi soggetti chiamati ad applicarla, a rafforzarne l’ampia condivisione e la convinta adesione da parte degli stessi costituenti a implementarne l’operatività<sup>1208</sup>.

Non solo, indagate le ragioni alla base dell’applicazione del meccanismo del *comply or explain*, si argomenta in favore della sua validità e si suggerisce come sia opportuno ricomprendere ora, nel mutato contesto societario, le riflessioni concernenti gli investitori. Se inizialmente, agli albori dei sistemi di *governance*, era immediato pensare a masse di investitori, nel tempo, la situazione ha assunto sfumature ulteriori e i singoli investitori sono di fatto comparsi assumendo le forme degli investitori istituzionali. Questi ultimi investono in valori mobiliari, gestiscono in massa scelte di investimento dei singoli aderenti, assicurano una tutela o crescita del risparmio degli investitori, ossia investono al fine di conservare un patrimonio capace di erogare determinati servizi (è il caso di fondi assicurativi e fondi pensione), per massimizzarne poi la redditività. Si assiste, peraltro, ad un distacco sempre più marcato tra il beneficiario finale e il gestore dell’investimento, oltre al fenomeno dell’*empty voting*. Si assiste, in altri termini, al moltiplicarsi di logiche differenti, le quali non sono però tenute in considerazione nell’attuale versione del Codice di Autodisciplina.

L’asserita cesura netta che l’autodisciplina ha segnato con il passato costituisce dunque prova tangibile delle dimensioni allargate del governo societario, come pure certezza che uno degli elementi essenziali per un efficace governo societario è l’aspetto culturale<sup>1209</sup>, inteso come

---

Milano, a 306. Tale fenomeno, che trae origine però dall’autodisciplina, in quanto è proprio ai codici di comportamento che deve essere riconosciuto un “ruolo propulsivo”, anticipando essi l’intervento eteronomo del legislatore o del regolatore e consentendo il trascorso di un lasso temporale sufficiente fra raccomandazione (...) e precetto (...), viene imputato ad una «progressiva erosione» ad opera dell’emanazione di un numero sempre maggiore di norme cogenti (volte a ripristinare la fiducia del pubblico, minata dalla crisi recente», C. PISTOCCHI, *op. cit.*, rispettivamente a 171 e 181. Parimenti, si registra il suggerimento di un ridimensionamento, della attenuazione della portata imperativa delle norme, il cui “ammorbidente” condurrebbe alla rimodulazione della portata delle norme imposte proprio in favore della autodisciplina, stante la loro vasta applicazione, M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 950, nota 83.

<sup>1204</sup> L’espressione, seppur in relazione ad un diverso contesto, è tratta da G. COTTINO, *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, *cit.*, a 15.

<sup>1205</sup> P.M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, *cit.*, a 929 e nota 1.

<sup>1206</sup> C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, *cit.*, 175 s. e note 43-44.

<sup>1207</sup> P. MONTALENTI, *Il diritto commerciale, oggi: appunti*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2015, n. 3, consultabile all’indirizzo rivistaodc.eu.

<sup>1208</sup> G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro it.*, 2000, V, 92 ss.

<sup>1209</sup> J.W. SALACUSE, *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2003, vol. 14, n. 5, 477.

*education* e rafforzamento della *compliance*<sup>1210</sup>. Del pari, la ricostruzione compiuta delle norme di *soft-law* induce a ritenere che non si possa parlare di una vera e propria convergenza tra i sistemi, bensì di un tentativo di “allineamento” assolutamente rispettoso delle peculiarità di ciascuno Stato di cui si è analizzato il profilo.

Sin qui lo stato dell’arte. A livello edittale non si rilevano discrasie temporali rispetto alle esperienze di altri Paesi, quanto piuttosto timori rispetto a un *enforcement* non compiuto e alla effettiva sussistenza nel nostro Paese di un consapevole riconoscimento di una concorrenza virtuosa nella direzione del buon governo societario.

In una prospettiva *de iure condendo*, invece, la proposta avanzata in relazione alla prima questione applicativa muove dalle esigenze di semplificazione e razionalizzazione, da un lato, e di maggior incisività, dall’altro, entrambe alla base della costante necessità di revisione del Codice. Il sistema verrebbe così (ri)disegnato: in altri termini si configurerebbe un *comply or explain, if needed / upon request*, volto ad eliminare le inefficienti e pleonastiche motivazioni rispetto alla *non compliance*, sostituendole con più efficaci motivazioni *ad hoc*, espresse però solo su richiesta. Detta soluzione contemplerebbe peraltro il fatto che, soprattutto in Italia, ove la maggioranza delle quotate presenta un azionista (o una coalizione di azionisti) di controllo, nel tempo, le “minoranze” si siano sempre più identificate con gli investitori istituzionali. Conseguentemente, questi sarebbero favoriti da una soluzione siffatta che semplificherebbe l’informativa societaria (senza minare eccessivamente il profilo della trasparenza) e avrebbe un effetto positivo rispetto al noto problema dell’apatia degli azionisti, rendendola maggiormente adatta alle proprie esigenze. Al contempo, come rilevato nello svolgimento della disamina e del ragionamento, tale innovazione non può prescindere da una valutazione di taluni potenziali *vulnus*; ad esempio, l’applicazione di questa possibile modifica, in mercati in cui è minore la propensione degli azionisti a farsi parte attiva nei confronti della società, potrebbe implicare che le richieste in caso di *non compliance* abbiano ad essere presentate solo raramente.

Esaminata la collocazione del Codice di Autodisciplina nel sistema delle fonti<sup>1211</sup> – lungi dal poterlo relegare in un mero “interstizio disciplinare”, costretto tra diritto positivo ed autonomia

---

<sup>1210</sup> La *compliance* troppo spesso si è mostrata «solo formale, “di facciata” o poco più che formale» (M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell’evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione: autovalutazione, piani di successione, composizione e nomina*, cit., 4, con riferimento specifico – sebbene la considerazione sia estendibile – ai comitati interni al consiglio di amministrazione, temi rispetto ai quali il Codice di Autodisciplina “appare ancora timido”). Inoltre, continua il medesimo A. (auspicando un incontro di studi sul tema, a 5 e 6), le motivazioni fornite dalle società *not compliant* si sono spesso dimostrate non sufficientemente esaustive, non congrue, non adeguate, non approfondite.

<sup>1211</sup> In senso più ampio, rileva l’analisi numerica condotta in M. SIEMS, D. CABRELLI, *Form, Style and Substance in Comparative Company Law*, cit., 372 s. e tabella 1: gli AA. confrontano varie categorie di fonti del diritto (“*legislation*”, “*case law*”, “*academic*”, “*self-regulation*”, “*discretion*”, “*none*”) in un gruppo di realtà nazionali (Francia, Germania, Italia, Spagna, Finlandia, Polonia, Lituania, Regno Unito, Stati Uniti d’America, Giappone), di volta in volta indagandone la prevalenza nel singolo contesto nazionale. Ne risulta che il peso della *self regulation* sia maggiore nel Regno Unito (con un punteggio di 4/20), ed assuma rilievo (pur di molto inferiore) in Finlandia e Spagna (rispettivamente con un punteggio di 2 e 1/20). L’Italia si distingue invece per l’attenzione notevole alla *legislation* (ben 19/20) e all’aspetto *academic* (7/20), persino superiore al *case law* (5/20). Al contempo, si registra come in tema di composizione dell’organo amministrativo, «le norme imperative siano state rispettate, ma non sembrano avere esercitato, soprattutto per le società quotate di dimensioni minori, una funzione di indirizzo e di spinta ulteriore, con buona pace di quegli interessi privati [...] la cui tutela è rimessa (semmai) all’autonomia negoziale», così M. EREDE, F. GHEZZI, *op. cit.*, 848.

statutaria<sup>1212</sup> –, tratteggiate le essenziali linee comparate tra Codici europei e non, ripercorse le linee essenziali dei fenomeni di osmosi di cui si è detto, analizzato il funzionamento del *comply or explain* – cifra distintiva del meccanismo in esame –, si è dunque posta attenzione alla seconda questione applicativa, più precisamente, al fatto che il Codice, pure ampiamente trattando dei problemi del *Board*, non indugia sull’aspetto procedurale della nomina dei suoi componenti. Esso analizza infatti il ruolo, la composizione, la struttura interna, la remunerazione del Consiglio di amministrazione e, pur soffermandosi sul rilievo dei consiglieri indipendenti, non prende posizione circa il metodo più opportuno per la sua nomina. Di qui l’interesse per una valutazione dell’opportunità di inserire il voto di lista quale *best practice* da raccomandare. Unico nel panorama legislativo – ritenuto da taluni persino quasi populistico, originariamente teso a garantire un controllo sulla correttezza della gestione limitatamente all’organo di controllo, da altri guardato con interesse sia teorico sia applicativo rispetto all’ordinamento nazionale – il meccanismo in parola non costituisce – però – una “anomalia” di sistema, in quanto l’esistenza di un Consiglio di amministrazione che esprima in forme eterogenee le visioni degli *incumbent* rappresenta una realtà ormai consolidata nel panorama comparato, non solo europeo<sup>1213</sup>.

Oggetto di numerosi interventi normativi – dai caratteri frammentari ed episodici che talora hanno condotto ad adottare soluzioni di compromesso –, il “voto di lista” si colloca in un quadro regolativo complesso e composito. Se, per un verso, esso costituisce il prodotto (i) di un sistema economico (ormai anacronistico) in cui gli investitori istituzionali erano scarsamente attenti alla *governance* e (ii) di una stratificazione che ha il difetto di creare un sistema effettivamente molto rigido, foriero di inefficienze pratiche che difficilmente possono ora essere sottaciute; per altro verso, esso esprime l’intenzione di dar voce alle minoranze, così da diminuire il rischio di una gestione sempre più orientata a trascurare l’interesse comune degli azionisti, tramite l’inserimento di un amministratore scelto dalla minoranza.

Esperienza nel complesso positiva<sup>1214</sup>, coerente e funzionale nella sua struttura, il congegnato sistema non riesce però a fronteggiare tutte le istanze poste dalla pratica: in effetti, soprattutto a partire dal 2014, varie inefficienze si sono palesate nella fisiologica prassi societaria. Come in precedenza attentamente esaminato, liste “di minoranza” (si conceda l’utilizzo di questa espressione per ragioni di immediatezza, nella consapevolezza che non esistono liste così qualificabili *ex ante*) sono infatti risultate di maggioranza per effetto del voto del mercato, effetto se possibile ulteriormente acuito dall’operare del meccanismo delle *record date* e del sistema degli investitori istituzionali. Dinanzi alle specifiche situazioni, l’esigenza di risolverle appare fortissima, nella certezza che sia importante eliminare le problematiche derivanti dalle singole contingenze, prima tra tutte la presenza di definizioni di indipendenza spesso sfuggenti, per poi astrarre e avanzare proposte pienamente rispondenti all’ortoprassi societaria.

In ultima analisi, sebbene, per le ragioni di cui si è detto, si sia inteso non esprimere opinione *tranchant* nel senso di ritenere la fattispecie del voto di lista come riconducibile ad una *best practice*, è chiaro come, per un verso, un arretramento del voto di lista sotto il profilo normativo allontanerebbe investitori istituzionali (soprattutto esteri) dal nostro mercato, per altro

<sup>1212</sup> M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 92.

<sup>1213</sup> Tracce più o meno profonde di elementi di proporzionalità nella nomina dei consiglieri si possono infatti rinvenire in sistemi quali quello israeliano, spagnolo, austriaco e polacco, M. VENTORUZZO, *Il “voto di lista” per la nomina del CdA in Italia: modello o anomalia?*, Relazione tenuta in occasione del convegno Assonime-OECD tenutosi a Milano il 13 luglio 2016.

<sup>1214</sup> V. *supra* 4.2.6. Dell’opportunità di considerare il voto di lista come una *best practice*: considerazioni conclusive. Concordi, sul punto, M. Ventoruzzo e L. Enriques, nelle relazioni tenute in occasione del seminario Assonime-OECD, *cit.*

verso, un maggiore ricorso all'autodisciplina conterrebbe i problemi di agenzia tra maggioranza e minoranza e ridurrebbe la concentrazione di capitali caratterizzante il panorama italiano con un approccio flessibile e non estraneo (*rectius*, più vicino) alle esigenze societarie. In detto contesto assumerebbe valore persino maggiore l'*enforcement* del principio fondante detti Codici e rileverebbe in modo sinanco rafforzato la motivazione allegata ai casi di *non compliance*.

Esplorati terreni fortemente frequentati nella pratica ma non sempre oggetto di adeguata attenzione dottrinarica, soprattutto attraverso la lente dell'autodisciplina, si ritiene che la classe di futuri amministratori e studiosi della disciplina debba necessariamente prevedere e indicare come e con quali caratteristiche la *governance* delle società evolverà, e, con essa, l'importanza del "formante paragiuridico"<sup>1215</sup> e dei suoi tratti caratterizzanti. Il futuro dirà se (e in che misura) le *best practices*, sino a qualche anno fa completamente inesistenti nell'*habitus mentis* del giurista, si saranno rivelate davvero utili, se il terreno minato dagli scandali societari più recenti potrà dirsi – almeno parzialmente – bonificato grazie ad esse e se negli anni a venire si verificherà una auspicata valorizzazione del ruolo centrale del Consiglio<sup>1216</sup>, di un Consiglio professionale, informato, capace e rigoroso.

Essa, infatti, lungi dall'aver perduto "le proprie virtù anticipatorie e propulsive che ne avevano favorito il successo e la diffusione di cui ancora oggi gode fra gli operatori"<sup>1217</sup>, ha ancora molto da dire<sup>1218</sup>. Niente affatto appannato e ridotto a mera forma di "*reputational regulation*", anche grazie alla flessibilità che l'autodisciplina garantisce e agli ampi margini di perfettibilità dello stesso mediante una efficace attività di *monitoring*<sup>1219</sup>, certamente il Codice di Autodisciplina continuerà a produrre interessanti spunti per il legislatore a livello nazionale e sovranazionale negli anni a venire<sup>1220</sup>.

---

<sup>1215</sup> L'aggettivo "paragiuridico" è per la prima volta rinvenibile in G. GORLA, *Ricordi della carriera di un comparatista (dal diritto comparato al diritto comune europeo)*, in *Foro it.* 1980, V, 1. Per il concetto di formante, per tutti, v. R. SACCO, *Introduzione al diritto comparato*, in *Trattato di diritto comparato*, diretto da R. Sacco, Utet, Torino 1992.

<sup>1216</sup> In senso concorde, M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione*, cit., 4.

<sup>1217</sup> C. PISTOCCHI, *op. cit.*, 182. In senso conforme, M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione*, cit., 2: «sembra oltremodo opportuno in questo momento che l'autodisciplina si riappropri di quel ruolo di punta nella sperimentazione dei presidi di buon governo societario, anche perché una buona autodisciplina previene la domanda di (etero)regolamentazione (e in materia di governo societario degli emittenti la disciplina del T.U.F. appare già piuttosto complessa, articolata e rigida)».

<sup>1218</sup> La medesima considerazione trova conforto anche in una opinione espressa rispetto al contesto inglese: «a selective hardening of the tradition of the soft law and self-regulation approach for listed companies is needed to restore the public's trust in 'capitalism and free markets' and give current – and even reformed – rules more 'teeth'» (D. KATELOUZOU, A. GUPTA, G. SCHNYDER, *More Teeth Needed for Corporate Governance Reforms: Response to the Green Paper on Corporate Governance Reform*, 23 aprile 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2921800](https://ssrn.com/abstract=2921800)).

<sup>1219</sup> M. STELLA RICHTER jr, *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del consiglio di amministrazione*, cit., 2.

<sup>1220</sup> «L'impegno dei cinque Presidenti [dei comitati per la *corporate governance* di Francia, Germania, Italia, Olanda e Regno Unito, riunitisi il 24 giugno 2016] preso a Venezia testimonia la volontà di mantenere questa centralità e di rafforzare il coordinamento nella evoluzione dei contenuti dei codici e nel monitoraggio della loro effettiva applicazione» (ASSONIME, *Istituto Forum permanente sulla Corporate Governance europea*, 30 giugno 2016).



## **BIBLIOGRAFIA**

### **Indice delle opere citate**

- AA.VV., *Amministratore delegato e amministratori senza deleghe: poteri e responsabilità*, in *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, a cura di M. Vietti, Utet, Torino, 2014.
- AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum A. Piras, Giappichelli, Torino, 2010.
- AA.VV., *Company Law in Poland: Between Autonomous Development and Legal Transplants*, 2010, in *Private Law in Eastern Europe. Autonomous Developments or Legal Transplants?*, a cura di C. Jessel-Holst, R. Kulms, A. Trunk, Mohr Siebeck, Tübingen, 2010, 445 ss.
- AA.VV., *Corporate Governance and Corporate Finance: a European Perspective*, a cura di R.A. Frederikslust et al., Routledge, Londra, 2008.
- AA.VV., *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F.S. Martorano e V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2009.
- AA.VV., *European corporate governance: readings and perspectives*, a cura di T. Clarke e J.-F. Chanlat, Oxon, Abingdon - Routledge, New York, 2009.
- AA.VV., *Hard Choices, Soft Law: Voluntary Standards in Global Trade, Environment and Social Governance*, Ashgate, Aldershot, Hants-Burlington, VT, 2004.
- AA.VV., *International corporate governance after Sarbanes-Oxley*, a cura di P.U. Ali e G.N. Gregoriou, Wiley, Hoboken, 2006.
- AA.VV., *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2008.
- AA.VV., *La tutela del risparmio. Commentario della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303*, a cura di A. Nigro e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2007.
- AA.VV., *Nuove tendenze nella governance societaria dopo la riforma Vietti*. Atti del Convegno dal titolo "Gli assetti della governance societaria della riforma Vietti ai decreti Monti: miglioramento del sistema o esigenze contingenti?", tenutosi a Roma il 12 giugno 2012, Giuffrè, Milano, 2014.
- AA.VV., *Rights of minority shareholders: general and national reports*, Atti del congresso tenutosi a Brisbane (Australia) nel 2002, a cura di E. Perakis, Bruylant, Bruxelles, 2004.
- AA.VV., *Saggi sui grandi temi della corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2013.
- AA.VV., *The Convergence of Corporate Governance: Promise and Prospects*, a cura di A. Rasheed e T. Yoshikawa, Palgrave Macmillan, New York, 2012.
- AA.VV., *The quota-instrument: different Approaches across Europe*. Working Paper European Commission's Network to Promote Women in Decision-Making in Politics and the Economy, giugno 2011, consultabile all'indirizzo [ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/quota-working\\_paper\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/quota-working_paper_en.pdf).
- AA.VV., *Women on Boards*, febbraio 2011, consultabile all'indirizzo [www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf](http://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/31480/11-745-women-on-boards.pdf).

- ABBADESSA P., *La nuova riforma del diritto societario secondo il testo unificato dei progetti di legge per la tutela del risparmio*, in *Soc.*, 2005, 280 ss.
- ABBADESSA P., *Nuove regole di governance nel progetto di legge sulla tutela del risparmio*, in ASSOCIAZIONE GIAN FRANCO CAMPOBASSO, *Nuove prospettive della tutela del risparmio*. Atti del convegno tenutosi a Napoli il 27-28 maggio 2005, Giuffrè, Milano, 2006, 59 ss.; in *Dir. banc. mer. fn.*, 2005, I, 538 ss.
- ABBADESSA P., *Nuove regole in tema di procedimento assembleare e tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai*. Atti del convegno, a cura di A. Piras, Pisa University Press, Pisa, 2005.
- ABMA R., OLARTS M., *Is the Comply or Explain Principle a Suitable Mechanism for Corporate Governance Throughout the EU? The Dutch Experience*, in *Eur. Company Law*, 2012, vol. 9, 286 ss.
- ABRIANI N., *Collegio sindacale e "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile" nel sistema policentrico dei controlli*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, 4 ss.
- ABRIANI N., *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della direttiva 2007/36*, in AA.VV., *Studi in onore di M. Foschini*, Cedam, Padova, 2011, 173 ss.
- ABRIANI N., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e la governance del nuovo millennio*, in *Riv. dir. impr.*, 2012, 197 ss.
- ABRIANI N., *Reato degli enti: modelli di prevenzione e linee evolutive del diritto societario*, in *Società e modello «231»: ma che colpa abbiamo noi?*, in *Analisi giur. econ.*, 2009, n. 2, 187 ss.
- ABRIANI N., SANTOSUOSSO D., *La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, n. 4, 140 ss.
- ACKERMAN A., BENOIT D., *SEC Chief Tilts Again to Activists; Mary Jo White outlines change that would make it easier for shareholders to vote on board candidates offered by investors*, in *Wall Street J*, 25 giugno 2015.
- AGGARWAL R., PRABHALA N.R., PURI M., *Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence*, in *J. Fin.*, 2002, vol. 57, n. 3, 1421 ss.
- AGUILAR M.K., *Debate Rages On Over Proxy Access Proposal*, in *Compliance Week*, ottobre 2009, vol. 6, n. 69, 73 ss.
- AGUILERA R.V., CUERVO-CAZURRA A., *Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?*, in *Org. Studies*, 2004, vol. 25, n. 3, 415 ss.
- AGUILERA R.V., CUERVO-CAZURRA A., *Codes of Good Governance*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2009, vol. 17, n. 3, 376 ss.
- AGUILERA R.V., FILATOTCHEV I., GOSPEL H., JACKSON G., *An Organizational Approach to Comparative Corporate Governance: Costs, Contingencies, and Complementarities*, in *Organization Science*, 2008, vol. 19, n. 3, 475 ss.
- AGUILERA R.V., GOYER M., KABBACH-CASTRO L.R., *Regulation and Comparative Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, a cura di M. Wright et al., Oxford University Press, Oxford, 2013, 22 ss., consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2071191](http://ssrn.com/abstract=2071191).
- AGUILERA R.V., JACKSON G., *Comparative and International Corporate Governance*, in *Academy of Management Annals*, 2010, vol. 4, n. 1, 485 ss.

- AKKERMANS D. *et al.*, *Corporate governance in the Netherlands: an Overview of the Application of the Tabaksblat Code in 2004*, in *Corporate Governance*, 2007, vol. 15, n. 6, 1106 ss.
- AKYOL A.C., LIM W.F., VERWIJMEREN P., *Shareholders in the Boardroom: Wealth Effects of the SEC's Rule to Facilitate Director Nominations*, in *J. Fin. & Quant. Analysis*, 2012, vol. 47, n. 5, 1029 ss.
- ALCES K.A., *The Equity Trustee (Shareholder Role in Corporate Governance)*, in *Ariz. State Law J.*, 2010, vol. 42, n. 3, 717 ss.
- ALCHIAN A.A., DEMSETZ H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *Am. Econ. Rev.*, 1972, vol. 62, n. 5, 777 ss.
- ALDAMA E., *Informe de la Comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*, 2003, consultabile all'indirizzo [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).
- ALPA G., *Autodisciplina e codice di condotta*, in *Sociologia del diritto*, 1995, 129 ss.
- ALPA G., *La cultura delle regole. Storia del diritto civile italiano*, Laterza, Roma-Bari, 2000.
- ALVARO S., CICCAGLIONI P., SICILIANO G., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, *Quaderni Giuridici Consob n. 2*, febbraio 2013.
- ALVARO S., D'ERAMO D., GASPARRI G., *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, *Quaderni giuridici Consob n. 7*, maggio 2015.
- ALVARO S., MOLLO G., SICILIANO G., *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, *Quaderni Giuridici Consob n. 1*, Roma, novembre 2012.
- ALVES C., MENDES V., *Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case*, in *Corporate Governance*, 2004, vol. 12, n. 3, 290 ss.
- AMA O., AMAESHI K., *Galvanising Shareholder Activism: A Prerequisite for Effective Corporate Governance and Accountability in Nigeria*, in *J. Bus. Ethics*, 2008, vol. 82, 119 ss.
- AMATORI F., BRIOSCHI F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, in *Storia del Capitalismo Italiano*, a cura di F. Barca, Donzelli, Roma, 1997.
- AMBROSINI S., *Nomina del collegio sindacale nelle società quotate: il c.d. sindaco di minoranza*, in *Riv. soc.*, 1999, 1117 ss.
- AMOROSINO S., *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario. Atti del convegno, Salerno, 8-9 novembre 2012*, a cura di A. Prencipe, Giuffrè, Milano, 2014, 339 ss.
- ANAND A., *An Analysis of Enabling vs. Mandatory Corporate Governance: Structures Post-Sarbanes-Oxley*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2006, vol. 31, n. 1, 229 ss.
- ANAND A., MILNE F., PURDA L., *Voluntary vs. Mandatory Corporate Governance Regulation: Theory and Evidence*, 21 dicembre 2005, consultabile all'indirizzo [www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/pdfs/Voluntary%20vs%20Mandatory%20Corporate%20Governance.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/hjackson/pdfs/Voluntary%20vs%20Mandatory%20Corporate%20Governance.pdf)
- ANDERSON K. *et al.*, *Union Shareholder Activism in the Context of Declining Labour Law Protection: four Australian case studies*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, 45 ss.
- ANDERSSON J.B., *Evolution of Company Law, Corporate Governance Codes and the Principle of Comply or Explain - A Critical Review*, in *The European Financial Market in Transition*, a cura di H. Birkmose, M. Neville, K. Engsig Sørensen, Kluwer Law International, 2011; *Nordic & European Company Law Working Paper n. 10-19*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1869916](http://ssrn.com/abstract=1869916), 92 ss.

- ANDRES C., THEISSEN E., *Setting a Fox to Keep the Geese: Does the Comply-or-Explain Principle Work?*, in *J. Corp. Fin.*, 2008, vol. 14, n. 3, 289 ss.
- ANELLO P., RIZZINI BISINELLI S., *Voto di lista e voto per corrispondenza nelle banche privatizzate*, in *Soc.*, 1995, 881 ss.
- ANGELICI C., *Clausole per la previsione del voto di lista*, a cura di G. Mariconda e P. Guida, in *Not.*, 1995, 609 ss.
- ANGELICI C., *Introduzione*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2016, 758 ss.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2006.
- ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2012.
- ANGELICI C., LIBERTINI M., *Angelici e Libertini. Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.
- ANGELICI C., *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 159 ss.
- ANGELICI C., *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, 865 ss.
- ANGELICI C., *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, 567 ss.
- APFEL G., BLOOMBERG S., STEINMAN M., *SEC implementation of Sarbanes-Oxley proceeds with proposed rules for additional disclosure*, in *J. Tax. Fin. Inst.*, 2003, vol. 16, n. 3, 38 ss.
- APPEL I.R., GORMLEY T.A., KEIM D.B., *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism*, NBER Working Paper Series, 26 settembre 2016, presentato in occasione della conferenza sul tema of *Institutional Investors and Corporate Governance* tenutasi presso la *Swedish House of Finance* di Stoccolma il 9-10 giugno 2017.
- ARCOT S.R., BRUNO V.G., FAURE-GRIMAUD A., *Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?*, in *Int'l Rev. Law Econ.*, 2010, vol. 30, n. 2, 193 ss.
- ARCOT S.R., BRUNO V.G., *In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance*, maggio 2006, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=819784](http://ssrn.com/abstract=819784).
- ARCOT S.R., BRUNO V.G., *One Size does not Fit All, after all: Evidence from Corporate Governance. Working Paper*, 2006, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=887947](http://ssrn.com/abstract=887947).
- ARDEN DBE (THE RT HON LADY JUSTICE), *UK Corporate Governance after Enron*, in *J. Corp. Law St.*, 2003, vol. 3, n. 2, 269 ss.
- ARIFF M., RATNATUNGA J., *Do Accounting and Finance Tools Serve Governance?*, in *Int'l. J. Econ. Mgmt.*, 2008, vol. 2, n. 1, 1 ss.
- ARLT A. et al., *Die Europäische Corporate-Governance-Bewegung (Frankreich, Niederlande, Spanien, Italien) (The European Corporate Governance Movement)*, marzo 2014, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2414185](http://ssrn.com/abstract=2414185).
- ARMBRUST M., FOX A., GRIFFITH R. et al., *Above the Clouds: A Berkeley View of Cloud Computing*, EECS Department, U. California, Berkeley, Tech. Rep. UCB/EECS-2009-28, 2009.
- ARMOUR J., CHEFFINS B.R., SKEEL jr D.A., *Corporate Ownership Structure and the Evolution of Bankruptcy Law: Lessons from the United Kingdom*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2002, vol. 55, 1699 ss.
- ARSALIDOU D., *Shareholders and Corporate Scrutiny: The Role of the UK Stewardship Code*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2012, vol. 9, n. 3, 342 ss.

- ARSALIDOU D., WANG M., *Difficulties with Enforcing Western Standards of Corporate Governance in Asia*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2005, 336 ss.
- ARTSBERG K., *Redovisningsteori -policy och – praxis*, Liber Ekonomi, Malmö, 2005.
- ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.
- ATKINS P.S., *Remarks at Open Meeting Regarding Shareholder Access Proposal*, 8 ottobre 2003, consultabile all'indirizzo [www.sec.gov/news/speech/spch101003psa.htm](http://www.sec.gov/news/speech/spch101003psa.htm).
- ATWOOD J.F., *Pending D.C. Circuit Decision on Proxy Access Discussed at D.C. Bar Program*, in *SEC No - Action Letter Weekly*, 21 marzo 2011, vol. 17, n. 12, 1 s.
- AULETTA G., *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 1 ss.
- AUSTIN R.P., *Corporate Governance Symposium: What Is Corporate Governance? Precepts and Legal Principles*, in *NZ Law Rev.*, 2005, vol. 3, 335 ss.
- AUSTIN R.P., FORD H., RAMSAY I., *Company Directors: Principles of Law and Corporate Governance*, LexisNexis Butterworths, Chatswood, NSW, 2016.
- AWREY D., BLAIR W., KERSHAW D., *Between Law and Markets: Is there a Role for Culture and Ethics in Financial Regulation*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2013, vol. 39, 191 ss.
- BACKER L.C., *Comparative corporate law: United States, European Union, China, and Japan: cases and materials*, Carolina Academic Press, Durham, N.C., 2002.
- BACON J., BROWN K., *Corporate directorship practices: Role, selection and legal status of the board*, Conference Board, New York, 1973.
- BAGLIONI M., GRASSO G., *Nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Soc.*, 2006, 1062 ss.
- BAGLIONI M., *Il patto "di concerto" Antonveneta accertato da Consob*, *Commento alla deliberazione Consob 10 maggio 2005, n. 15029*, in *Soc.*, 2005, 1041 ss.
- BAGLIONI M., PRESCIANI C., *Nuova edizione del Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Soc.*, 2012, 918 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *A Comment on the SEC Shareholder Access Proposal*, *UCLA School of Law, Law & Econ. Research Paper No. 03-22*, 2003, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=470121](http://ssrn.com/abstract=470121).
- BAINBRIDGE S.M., *Can corporate directors take third party pay from hedge funds?*, 2013, consultabile all'indirizzo [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com).
- BAINBRIDGE S.M., *Corporations, Securities & Antitrust The Corporate Governance Provisions of Dodd-Frank*, in *Engage*, 2010, vol. 11, n. 3, 36.
- BAINBRIDGE S.M., *Does proxy access matter?*, 13 gennaio 2016, consultabile all'indirizzo [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com).
- BAINBRIDGE S.M., *Independent Directors and the ALI Corporate Governance Project*, in *George Washington Law Rev.*, 1993, vol. 61, n. 4, 1034 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *Is Tesla's board adequately independent?*, 12 aprile 2017, consultabile all'indirizzo [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com).
- BAINBRIDGE S.M., *Proxy Access in 2017: A Critique from the Director Primacy Perspective*, 19 giugno 2017, consultabile all'indirizzo [www.professorbainbridge.com](http://www.professorbainbridge.com).
- BAINBRIDGE S.M., *Shareholder Activism and Institutional Investors*, *UCLA School of Law, Law-Econ. Research Paper No. 05-20*, settembre 2005, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=796227](http://ssrn.com/abstract=796227).

- BAINBRIDGE S.M., *Why a Board? Group Decision Making in Corporate Governance*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2002, vol. 55, 1 ss.
- BALP G., *I consulenti di voto*, Egea, Milano, 2017.
- BALP G., *I consulenti di voto: problemi e prospettive*, in *Principio capitalistico. Quo vadis?*, a cura di F. Briolini, Giappichelli, Torino, 2016, 375 ss.
- BALP G., *Sull'aggiornamento del codice tedesco di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 864 ss.
- BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, 26 maggio 2015, Roma.
- BANEGAS OCHOVO R., MANZANEQUE LIZANO M., SIMÓN SAIZ A., TEJEDO ROMERO F., *Análisis comparativo de las recomendaciones de los códigos de buen gobierno publicados en España*, in *Lan harremanak: Revista de relaciones laborales*, 2006, n. 14, 57 ss.
- BARCA F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, in *Storia del Capitalismo Italiano*, a cura di F. Barca, Donzelli, Roma, 1997.
- BARKER R.M., *Corporate Governance, Competition and Political Parties. Explaining Corporate Governance Change in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2010.
- BARKER R.M., *Corporate Governance, Competition, and Political Parties*, Oxford University Press, Oxford, 2010.
- BARNARD J.W., *The Hampel Committee: A Transatlantic Critique*, in *Corporate Lawyer*, 1998, vol. 19, n. 4, 110 ss.
- BARTON D., *Capitalism for the Long Term*, in *Harvard Business Rev.*, marzo 2011, vol. 89, n. 3, 84 ss.
- BARUCCI E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Cacucci, Roma, 2006
- BATTS E., *The Commonsense Corporate Governance Principles: Who Was Missing from the Table?*, in *Harvard Law School Forum*, 4 agosto 2016.
- BAUER R., GUENSTER R., OTTEN R., *Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance*, in *J. Asset Man.*, vol. 5, n. 2, 2004, 91 ss.
- BAUM H., *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, *Max Planck Private Law Research Paper No. 16/20*, a 31, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2814978](https://ssrn.com/abstract=2814978); in *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach*, a cura di H. Baum et al., Cambridge University Press, Cambridge, 2017, 89 ss.
- BAVAGNOLI F., FLORIO C., GELMINI L., *Gli amministratori indipendenti: alcuni spunti per un possibile miglioramento*, in *Nuovo dir. soc.*, 2012, n. 21, 183 ss.
- BAXT R., *The AWA case - some further reflections*, in *Aust. Bus. Law Rev.*, 1992, vol. 20, n. 6, 520 ss.
- BEARD A., *ADR Watch – Foreign groups join in results certification*, in *Financial Times*, 19 agosto 2002.
- BEBCHUK L.A. et al., *Dancing with the Activists. Columbia Business School Research Paper No. 17-44*, 2017; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 906*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2948869](https://ssrn.com/abstract=2948869).
- BEBCHUK L.A., BRAV A., JIANG W., *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in *Columbia Law Rev.*, 2015, vol. 115, n. 5, 1085 ss.
- BEBCHUK L.A., COATES J.C., SUBRAMANIAN G., *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, in *Stanford Law Rev.*, 2002, vol. 54, n. 5, 887 ss.

- BEBCHUK L.A., COHEN A., HIRST S., *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *J. Econ. Perspectives*, 2017, vol. 31, n. 3, 89 ss.
- BEBCHUK L.A., COHEN A., *The Costs of Entrenched Boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2005, vol. 78, 409 ss.
- BEBCHUK L.A., HAMDANI A., *Independent Directors and Controlling Shareholders*, in *Univ. Penn. Law Rev.*, 2017, vol. 165, n. 6, 1271 ss.
- BEBCHUK L.A., HAMDANI A., *The Elusive Quest for Corporate Governance Standards*, in *Univ. Penn. Law Rev.*, 2009, vol. 157, n. 5, 1263 ss.
- BEBCHUK L.A., JACKSON R.J., *The Rise of Corporate Governance*, 17 ottobre 2016, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2853768](http://ssrn.com/abstract=2853768).
- BEBCHUK L.A., ROE M.J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, *Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131*, 1999; in *Stanford Law Rev.*, 1999, vol. 52, n. 1, 127 ss.
- BEBCHUK L.A., *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, vol. 93, n. 3, 675.
- BEBCHUK L.A., WEISBACH M.S., *The State of Corporate Governance Research*, *Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-20*; in *Rev. Fin. St.*, 2010, vol. 23, n. 3, 939 ss.; *Charles A. Dice WP 2009-21*; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 652*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1508146](http://ssrn.com/abstract=1508146).
- BEBENROTH R., *German corporate governance code and most commonly unaccepted recommendations: introduction and some explanation*, in *Corporate ownership and control*, 2006, vol. 3, n. 2, 10 ss.
- BECHT M. et al., *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2010, vol. 23, n. 3, 3093 ss.
- BECHT M., BOLTON P., ROELL A., *Corporate Governance and Control*, in *Handbook of the Economics of Finance*, a cura di G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Elsevier, Amsterdam, 2003.
- BECHT M., FRANKS J., GRANT J., *Hedge Fund Activism in Europe*, *ECGI Finance Working Paper n. 283*, 2010, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).
- BECKER B., BERGSTRESSER D., SUBRAMANIAN G., *Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable Challenge*, *NBER Working Paper Series*, 2012, consultabile all'indirizzo [www.nber.org/papers/w17797](http://www.nber.org/papers/w17797).
- BECKHAUS G.M., *"Comply Or Explain". A Flexible Mechanism to Countervail Behavioral Biases in M&A Transactions*, in *Univ. Miami Bus. Law Rev.*, 2013, vol. 21, n. 1, 183.
- BELCHER A., *Regulation by the market: the case of the Cadbury Code and compliance statement*, in *J. Bus. Law*, luglio 1995, 321 ss.
- BELCREDI M., *Amministratori indipendenti, amministratori di minoranza e dintorni*, in *Riv. soc.*, 2005, 853 ss.
- BELCREDI M., BOZZI S., DI NOIA C., *Board elections and shareholder activism: The Italian experiment*, in *Boards and shareholders in European listed companies. Facts, context and post-crisis reforms*, a cura di M. Belcredi e G. Ferrarini, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, 250 ss.
- BELCREDI M., CAPRIO L., *Amministratori indipendenti e amministratori di minoranza: stato dell'arte e proposte evolutive*, *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 19 ss.

- BELCREDI M., CAPRIO L., *Prove di manutenzione per il voto di lista*, in *Lavoce*, 6 giugno 2014, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/20103/prove-manutenzione-voto-di-lista](http://www.lavoce.info/archives/20103/prove-manutenzione-voto-di-lista).
- BELCREDI M., ENRIQUES L., *Institutional investor activism in a context of concentrated ownership and high private benefits of control: the case of Italy*, *ECGI Law Working Paper n. 225*, 2013, consultabile all'indirizzo [www.ssrn.com/abstract=2325421](http://www.ssrn.com/abstract=2325421).
- BELCREDI M., FERRARINI G., *Board and Shareholders in European Listed Companies*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013.
- BELCREDI M., MICOSI S., *Diritto societario, corporate governance e autodisciplina: il dibattito in Italia*, in *Economia italiana*, 2001, 134 ss.
- BELCREDI M., MICOSI S., *Una poltrona per la minoranza*, in *Lavoce*, 11 aprile 2015, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/22909/una-poltrona-per-la-minoranza](http://www.lavoce.info/archives/22909/una-poltrona-per-la-minoranza).
- BENOIT D., LUBLIN J., *A Hot Debate: Should Activists Pay Directors?*, in *Wall Street J.*, 27 novembre 2013.
- BENOIT D., *Provident Financial Directors Re-Elected, Despite Criticism; Stance Against Outside Pay for Directors Had Drann Flak*, in *Wall Street J. (Online)*, 27 novembre 2013.
- BENTIVEGNA A.M., *La remunerazione degli amministratori: abusi, eccessività sopravvenuta e rimedi attivabili*, in *Anal. giur. econ.*, 2014, 311 ss.
- BERLE jr A.A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, 1932.
- BERNITZ U., *Commercial Norms and Soft Law*, in AA.VV., *Soft Law, Scandinavian studies in law*, a cura di P. Wahlgren, Stockholm Institute for Scandinavian Law, Stoccolma, 2013, 29 ss.
- BERTOMEU J., MARINOVIC I., *A Theory of Hard and Soft Information*, in *Acct. Rev.*, 2016, vol. 91, n. 1, 1 ss.
- BERZINS J., BØHREN Ø., STACESCU B., *Shareholder Conflicts and Dividends*, in *Rev. Finance*, 2018, in corso di pubblicazione.
- BESSLER, W., KAEN, F.R., SHERMAN, H., *Going Public: A Corporate Governance Perspective*, aprile 1997, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=10488](http://ssrn.com/abstract=10488).
- BEYENBACH J., RAPP M.S., STRENGER C., WOLFF M., *Kodexakzeptanz 2017: Analyse der Entsprechenserklärungen von DAX- und MDAX-Gesellschaften zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, aprile 2016, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2954969](http://ssrn.com/abstract=2954969).
- BHAGAT S., BLACK B.S., *Independent directors*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, Macmillan Reference, Londra; Stockton Press, New York, 1998.
- BHAGAT S., BOLTON B., ROMANO R., *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, in *Columbia Law Rev.*, 2008, vol. 108, n. 8, 1803 ss.
- BHAGAT S., ROMANO R., *Empirical Studies of Corporate Law*, in *Handbook of Law and Economics*, a cura di A. Mitchell Polinsky e S. Shavell, 2018, in corso di pubblicazione; *Yale ICF Working Paper n. 05-16*; consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=728103](http://ssrn.com/abstract=728103).
- BHATTACHARYA S., *Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani*, in *J. Econ. Perspectives*, 1988, vol. 2, n. 4, 135 ss.
- BIANCHI G., *Gli amministratori di società di capitali*, Cedam, Padova, 2003.
- BIANCHI L.A., *Considerazioni introduttive*, in *Riv. soc.*, 1996, 405 ss.

- BIANCHI L.A., *Il modello monistico è più efficiente di quello tradizionale? Appunti per una ricerca*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 23 ss.
- BIANCHI L.A., *Note in materia di deroghe statutarie ai requisiti per la presentazione e il voto di lista per l'elezione di amministratori di società quotate*, in AA.VV., *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di G. Zanarone*, Utet, Torino, 2011, 598 ss.
- BIANCHI M. *et al.*, *Comply or Explain? Investor Protection Through Corporate Governance Codes*, *ECGI Law Working Paper n. 278*; in *J. Applied Corp. Fin.*, 2011, vol. 23, n. 1, 107 ss.
- BIANCHI M., BIANCO M., *Italian Corporate Governance in the Last 15 Years: From Pyramids to Coalitions?*, *ECGI Law Working Paper n. 144*, 2006, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=952147](http://ssrn.com/abstract=952147).
- BIANCHI M., *L'attivismo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate: una analisi empirica*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2015, 5 ss.
- BIANCO M., CASAVOLA P., *Corporate governance in Italia: alcuni fatti e problemi aperti*, in *Riv. soc.*, 1996, 426 ss.
- BIANCO M., CIAVARELLA A., SIGNORETTI R., *Women on Boards in Italy*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 70, ottobre 2011.
- BLACK B.S. *et al.*, *Corporate Governance Indices and Construct Validity*, *Univ. of Michigan Law & Econ. Research Paper*, *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 13-05*; *ECGI Finance Working Paper n. 483*, 2016; in *Corp. Gov.: an Int'l Rev.*, 2017, vol. 25, n. 6, 397 ss.
- BLACK B.S., *Agents Watching Agents: the Promise of Institutional Investor Voice*, in *UCLA Law Rev.*, 1992, vol. 39, n. 4, 811 ss.
- BLACK B.S., CARVALHO A.G. DE, GORGA E., *The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms*, in *Revista Brasileira de Finanças*, 2009, vol. 7, 2009; *Univ. Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 109*; *Cornell Legal Studies Research Paper No. 08-014*; *ECGI Finance Working Paper n. 206*, 2008.
- BLACK B.S., COFFEE J.C., *Hail Britannia?: Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, in *Mich. Law Rev.*, 1994, vol. 92, n. 7, 1997 ss.
- BLACK B.S., *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 1990, vol. 84, n. 2, 542 ss.
- BLACK B.S., KRAAKMAN R., *A Self-Enforcing Model of Corporate Law*, in *Harvard Law Rev.*, vol. 109, n. 8, 1911 ss.
- BLACK B.S., *Shareholder Passivity Reexamined*, in *Mich. Law Rev.*, 1990, vol. 89, n. 3, 520 ss.
- BLACK J., *Forms and Paradoxes of Principles-Based Regulation*, in *Capital Markets Law J.*, 2008, vol. 33, n. 4, 425 ss.
- BLACKROCK, *Investment Stewardship, Global Corporate Governance & Engagement Principles*, ottobre 2017.
- BLAIR M.M., STOUT L.A., *A team production theory of corporate law*, in *Virginia Law Rev.*, 1999, vol. 85, n. 2, 247 ss.
- BLANDINI A., *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Soc.*, 2006, 269 ss.

- BOCCHINI E., *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 44.
- BÖCKLI P. *et al.*, *European Company Law Experts, Making Corporate Governance Codes More Effective. A Response to the European Commission's Action Plan of December 2012*, dicembre 2013.
- BÖCKLI P., *Harte Stellen im Soft Law: zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, in *Der Schweizer Treuhänder: Monatschrift für Wirtschaftsprüfung, Rechnungswesen, Unternehmens- und Steuerberatung, offizielles Organ der Treuhänder-Kammer*, 2002, vol. 76, n. 11, 981 ss.
- BÖCKLI P., *Switzerland*, in *The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations: a Comparative Approach*, a cura di A.R. Pinto e G. Visentini, Kluwer Law International, The Hague-Boston, 1998.
- BONAFINI A.L., *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005.
- BONCORI A.-L., CADET I., *Le Comply or Explain, un avatar de l'accountability*, in *Rev. française de gestion*, 2013, n. 237, 35 ss.
- BONELLI F., *Gli amministratori di spa a dieci anni dalla riforma del 2003*, in AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla "Riforma Vietti"*, a cura di M. Vietti, Utet, Torino, 2014, 63 ss.
- BONELLI F., *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Giuffrè, Milano, 1996.
- BONELLI F., *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 215 ss.
- BONINI S., DENG J., FERRARI M., JOHN K., *On Long-Tenured Independent Directors*, 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2965588](http://ssrn.com/abstract=2965588).
- BOSI G., *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009.
- BOSTRÖM E., LINDEROT J., *Svensk Kod för Bolagsstyrning "En granskning av bolagsstyrningsrapporter"*, Uppsala Universitet Företagsekonomiska institutionen, Uppsala, 2006.
- BOUCHEZ L., *Principles of Corporate Governance: The OECD Perspective*, in *Eur. Comp. Law*, 2007, vol. 4, n. 3, 109 ss.
- BOURAS M., GALLALI M., *The Board of Directors and Executive Compensation in the Context of Crisis: A Comparative Study Between the United States and France*, in *Int'l J. Bus.*, 2016, vol. 21, n. 1, 68 ss.
- BOURNE N., *Bourne on Company Law*, Routledge, Abingdon, Oxon; New York, NY, 2013.
- BOURNE N., *Corporate Governance in the UK and Overseas*, in *Bus. Law Rev.*, 2007, vol. 28, n. 11, 292 ss.
- BOYSON N., MOORADIAN R., *Corporate governance and hedge fund activism*, in *Rev. Deriv. Res.*, 2011, vol. 14, n. 2, 169 ss.
- BRAGANTINI S., *Dal duale al monistico: nell'interesse di chi?*, in *Lavoce*, 6 novembre 2015, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/38167/dal-duale-al-monistico-nellinteresse-di-chi](http://www.lavoce.info/archives/38167/dal-duale-al-monistico-nellinteresse-di-chi).
- BRANDON D.M., *Initiatives to place women on corporate board of directors. A global Snapshot*, in AA.VV., *Comparative Corporate Law*, a cura di M. Ventoruzzo *et al.*, West Academic Publishing, St. Paul, MN, 2015, 270 ss.
- BRATTON W.W. jr., *Berle and Means Reconsidered at the Century's Turn*, in *J. Corp. Law*, 2001, vol. 26, n. 3, 737 ss.

- BRATTON W.W. jr, *Hedge Funds and Governance Targets*, in *Georgetown Law J.*, 2007, vol. 95, n. 5, 1375 ss.
- BRATTON W.W. jr, *Nexus of Contracts Corporation: a Critical Appraisal*, in *Cornell Law Rev.*, 1989, vol. 74, n. 3, 407 ss.
- BRATTON W.W. jr, WACHTER M.L., *The Case against Shareholder Empowerment*, in *Univ. Penn. Law Rev.*, 2010, vol. 158, 653 ss., a 678.
- BRIGGS T., *Corporate Governance and the New Hedge Fund Activism: an Empirical Analysis*, in *J. Corp. Law*, 2007, vol. 32, n. 4, 681 ss.
- BROWN K.M., *New Demands, Better Boards: Rethinking Director Compensation in an Era of Heightened Corporate Governance*, in *N.Y. Univ. Law Rev.*, 2007, vol. 82, n. 4, 1102 ss.
- BRUDNEY V., *The Independent Director-Heavenly City of Potemkin Willage?*, in *Harvard Law Rev.*, 1982, vol. 95, n. 3, 597 ss.
- BRUNER C.M., *Managing Corporate Federalism: the Least-Bad Approach to the Shareholder Bylaw Debate*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2011, vol. 36, n. 1, 1 ss.
- BRUNETTA M., *Il nuovo Action Plan 2012 sul governo societario: un rinnovato ruolo del socio nella grande società per azioni europea?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, 443 ss.
- BRUNO S., BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, aspettative*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss.
- BRUTTI N., *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 236 ss.
- BRUTTI N., *Rilevanza giuridica dell'autoregolamentazione: osservazioni su codici di comportamento delle società quotate*, in *Soc.*, 2007, 1216 ss.
- BUCHANAN B., *Building organizational commitment: The socialization of managers in work organizations*, in *Admin. Sci. Q.*, 1974, vol. 19, 533 ss.
- BUFFA DI PERRERO E., *Commento sub artt. 147-ter – 147-quinquies TUF*, in *Commentario delle società*, tomo III, a cura di G. Grippo, Utet, Torino, 2009, 1932 ss.
- BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 5 ss.
- BURKE K.S., *Regulating corporate governance through the market: comparing the approaches of the United States, Canada and the United Kingdom*, in *J. Corp. Law*, 2002, vol. 27, n. 3, 341 ss.
- BUXBAUM R.M., *The Internal Division of Powers in Corporate Governance*, in *California Law Rev.*, 1985, vol. 73, n. 6, 1671 ss.
- CADBURY A. SIR, *The Company Chairman*, Director Books, Hemel Hempstead, Hertfordshire, 1995.
- CAFAGGI F., *Making European Private Law. Governance design*, Edward Elgar, Cheltenham, UK; Northampton, MA, 2008.
- CAFAGGI F., *Organizational Loyalties and Model of Firms: Governance Design and Standard of Duties*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2005, vol. 6, n. 2, 463 ss.
- CAFAGGI F., *Rethinking Private Regulation in the European Regulatory Space*, in *Reframing Self-Regulation in European Private Law*, a cura di F. Cafaggi, Kluwer Law International, The Hague, 2006.
- CAIN M.D. et al., *How Corporate Governance is Made: the Case of the Golden Leash*, in *Univ. Pa. Law Rev.*,

- 2016, vol. 164, n. 3, 649 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 535 ss.
- CALANDRA BUONAURA V., *Il sistema dei controlli nelle società quotate*, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 35 ss.
- CALVOSA L., *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in AA.VV., *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 45 ss.
- CAMPBELL W., *The Origin and Growth of Cumulative Voting for Directors*, in *Business Lawyer*, 1955, vol. 10, n. 3, 3 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, vol. 2, Diritto delle società*, Utet, Torino, 2015.
- CAMPOBASSO G.F., *Voto di lista e patti parasociali nelle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, 125 ss.
- CAPPIELLO S., *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Giuffrè, Milano, 2005.
- CAPPIELLO S., *Le nuove fonti del diritto bancario europeo e il ruolo della European Banking Authority*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 69 ss.
- CARBONETTI F., *Amministratori e sindaci di minoranza e «rapporti di collegamento»*, in *Soc.*, 2007, 1187 ss.
- CARDIA M., *Codice di Autodisciplina e normativa 231*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2006, n. 3, 63 ss.
- CARIELLO V., *La comunicazione Consob n. 46789 del 20 maggio 2010 sulla qualifica come amministratore indipendente di società controllante quotata, di amministratore indipendente di società controllata*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, 442 ss.
- CARIELLO V., *Sensibilità comuni, uso della comparazione e convergenze interpretative: per una Methodenlehre unitaria nella riflessione europea sul diritto dei gruppi di società*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, I, 255 ss.
- CARLSSON R.H., *Swedish Corporate Governance and Value Creation: Owners Still in the Driver's Seat*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 6, 1039 ss.
- CARR R., *Adherence to the Spirit*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.pdf](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.pdf).
- CARRIERO G., *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro it.*, 2000, V, 95-96.
- CASELLI G., *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. IV, Utet, Torino, 1991, 22 ss.
- CATERINO D., *Autodisciplina societaria e doveri del Collegio sindacale nella Legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 473 ss.
- CAUSSAIN J., *L'état des recommandations*, in *La gouvernance d'entreprise. Entre réalités et faux-semblants*, JCP E, *Cahiers de droit de l'entreprise*, 2005, n. 5, 38
- CAVALAGLIO L., *Commento sub 2437*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Utet, Torino, 2015, 1185 ss.
- CERNAT L., *The Emerging European Corporate Governance Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the*

- Century of Diversity?*, in *J. European Public Policy*, 2004, vol. 11, n. 1, 147 ss.
- CHAMBERS A., *Chambers' Corporate Governance Handbook*, Bloomsbury, Londra, 2014.
- CHARAN R., USEEM M., CAREY D., *Your Board Should Think Like Activists*, in *Harvard Business Rev.*, 9 febbraio 2015, consultabile all'indirizzo [hbr.org/2015/02/your-board-should-be-full-of-activists](http://hbr.org/2015/02/your-board-should-be-full-of-activists).
- CHEFFINS B.R., ARMOUR J., *The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds*, in *J. Corp. Law*, 2011, vol. 37, n. 2, 51 ss.
- CHEFFINS B.R., *The History of Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance*, a cura di M. Wright *et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 46 ss.
- CHEFFINS B.R., *The Rise of Corporate Governance in the U.K.: When and Why*, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 18*, 2015; *ECGI Law Working Paper n. 293*, 2015.
- CHEFFINS B.R., *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, in *Modern Law Rev.*, 2010, vol. 73, n. 6, 1004 ss.
- CHIAPPETTA F., *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 852 ss.
- CHIEFFI A., *Corporate governance e comunicazione nel Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Notizie di Politeia*, 2003, 117 s.
- CHIOMENTI F., *Il principio della collegialità dell'amministrazione pluripersonale nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1982, II, 319 ss.
- CHIU I.H.-Y., *European Shareholder Rights Directive Proposals: A Critical Analysis in Mapping with the UK Stewardship Code?*, in *ERA Forum*, 2016, vol. 17, n. 1, 31 ss.
- CICON J.E., FERRIS S.P., KAMMEL A.J., NORONHA, G., *European Corporate Governance: A Thematic Analysis of National Codes of Governance*, in *Eur. Fin. Mgmt.*, 2010, vol. 18, n. 4, 620 ss.
- CIOCCA N., *I consulenti di voto negli Stati Uniti (Possibili indicazioni per il legislatore europeo)*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, n. 1, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu).
- CIOCCA N., *Il voto di lista nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2018.
- CLARK WILLIAMS C., SEGUÍ-MAS E., *Corporate governance and business ethics in the European Union: a cluster analysis*, in *J. Global Resp.*, 2010, vol. 1, n. 1, 98 ss.
- CLARKE D.C., *Harmony or Dissonance? The Good Governance Ideas of Academics and Worldly Players*, in *Business Lawyer*, 2015, vol. 70, n. 2, 321 ss.
- CLARKE D.C., *The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, in AA.VV., *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, a cura di C.A. Hill, B.H. McDonnell, Edward Elgar, Cheltenham-Northampton, 2012, 397 ss.
- CLARKE D.C., *Three Concepts of the Independent Director*, in *Del. J. Corp. Law*, 2007, vol. 32, n. 1, 73 ss.
- CLARKE, *'Nothing But Wind'? The Past and Future of Comparative Corporate Governance*, in *Am. J. Comp. Law*, 2010, vol. 59, n. 1, 75 ss.
- CLEEK M., LEONARD S.L., *Can Corporate Codes of Ethics Influence Behaviour?*, in *J. Bus. Ethics*, 1998, vol. 17, n. 6, 619 ss.
- CLEMENTE F., *Le raccomandazioni della Consob in tema di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo da parte della minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 586 ss.

- COATES J.C., *Protecting Shareholders and Enhancing Public Confidence through Corporate Governance*, in *Harvard Law School Forum*, 30 luglio 2009.
- CODA V., *Trasparenza informativa e correttezza: contenuti e condizioni di contesto*, in AA. VV., *Scritti di economia aziendale in memoria di R. D'Oriano*, tomo I, Cedam, Padova, 1997, 333 ss.
- COFFEE jr J.C., PALIA D., *The Wolf at the Door: The Impact of Hedge Fund Activism on Corporate Governance*, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 521*, 2015, in *J. Corporation Law*, 2016, vol. 41, n. 3, 545 ss.
- COFFEE jr J.C., *The Future As History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 1998, vol. 93, n. 3, 641 ss.
- COFFEE jr J.C., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, in *Colum. Law Rev.*, 1989, vol. 89, n. 7, 1618 ss.
- COLES J.L., DANIEL N.D., NAVEEN L., *Boards: Does one size fit all?*, in *J. Fin. Econ.*, 2008, vol. 87, n. 2, 329 ss.
- COLOMBERA M., *Le regole di corporate governance nel Regno Unito: il Cadbury Committee e il Greenbury Committee*, in *Riv. soc.*, 1996, 440 ss.
- COMMISSIONER ROEL C. CAMPOS, *Principles v. Rules, U.S. Securities and Exchange Commission Luxembourg Fund Industry Association and the American Chamber of Commerce*, Intervento tenuto in Lussemburgo il 14 giugno 2007, consultabile all'indirizzo [www.sec.gov/news/speech/2007/spch061407rcc.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2007/spch061407rcc.htm).
- CONFORTI C., *Nomina e revoca degli amministratori di società*, Giuffrè, Milano, 2007.
- CONTE G., *Codici etici e attività d'impresa nel nuovo spazio globale di mercato*, in *Contr. impr.*, 2006, 108 ss.
- CONTE G., *La disciplina dell'attività d'impresa tra diritto, etica ed economia*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell'impresa*, a cura di G. Conte, Laterza, Roma-Bari, 2008, 3 ss.
- CONYON M., SADLER G., *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2010, vol. 18, n. 4, 296 ss.
- COOLS S., *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2005, vol. 30, n. 3, 697 ss.
- COOMBS P., WATSON M., *Three surveys on corporate governance*, in *McKinsey Q.*, 2000, 74 ss.
- CORAPI D., *Diritto commerciale comparato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 167 ss.
- CORE J.E., GUAY W.R., RUSTICUS T.O., *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*, in *J. Fin.*, 2006, vol. 62, n. 2, 655 ss.
- COSSU M., *Il voto di lista tra minoranza numerica e minoranza sostanziale*, in *Riv. not.*, 1998, II, 1279 ss.
- COSTI R., *Il governo delle società quotate tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 66 ss.
- COSTI R., *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, in AA.VV., *La responsabilità dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2006, 83 ss.; in *Bancaria*, 2005, 22 ss.
- COSTI R., *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77 ss.
- COTTINO G., *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 5 ss.

- COURTEAU L., DI PIETRA R., GIUDICI P., MELIS A., *The Role and Effect of Controlling Shareholders in Corporate Governance*, in *J. Mgmt. Gov.*, 2017, vol. 21, n. 3, 561 ss.
- COVA B., ACERBI F., *Italy: Reforms of the Code of Corporate Governance of Italian Listed Companies*, 8 settembre 2015, consultabile all'indirizzo [www.paulhastings.com](http://www.paulhastings.com).
- CRESPI-CLADERA R., PASCUAL-FUSTER B., *Does the independence of independent directors matter?*, in *J. Corp. Fin.*, ottobre 2014, vol. 28, 116 ss.
- CRISCUOLO F., *L'autodisciplina. Autonomia privata e sistema delle fonti*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2000.
- CROMME G., *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 3, 362 ss.
- CUERVO A., *Corporate Governance Mechanisms: a Plea for less Code of Good Governance and more Market Control*, in *Corporate Governance*, 2002, vol. 10, n. 2, 84 ss.
- CUEVAS SALVADOR J.M., *El Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*, in *Cuenta con IGAE*, 2006, n. 15, 37 ss.
- CUNNINGHAM L.A., *The Ivory Tower on corporate governance*, consultabile all'indirizzo [www.law.gwu.edu](http://www.law.gwu.edu).
- CUTILLO G., *Corporate Governance e sistemi di remunerazione degli amministratori*, in *Harv. Bus. Rev. Ed. Ital.*, 2014, 104 s.
- CZIRAKI P., RENNEBOOG L., SZILAGYI P.G., *Shareholder Activism Through Proxy Proposals: The European Perspective*, in *Eur. Fin. Mgmt.*, 2010, vol. 16, n. 5, 738 ss., consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1697812](http://ssrn.com/abstract=1697812).
- D.C. Circuit finds SEC Proxy Access Rule Arbitrary and Capricious for Inadequate Economic Analysis, Business Roundtable v. SEC, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011)*, in *Harvard Law Rev.*, febbraio 2012, vol. 125, n. 4, 1088 ss.
- DACCÒ A., *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove S.p.A.*, a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 2, 1412 ss.
- DAHLQUIST M. *et al.*, *Corporate Governance and the Home Bias*, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 2003, vol. 38, n. 1, 87 ss.
- DAHLQUIST M., ROBERTSSON G., *Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics*, in *J. Fin. Econ.*, 2001, vol. 59, n. 3, 413 ss.
- DAHYA J., MCCONNELL J.J., *Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation*, in *J. Fin. Quant. Anal.*, 2007, vol. 42, n. 3, 535 ss.
- DAINES R., GOW I.D., LARCKER D.F., *Rating the Ratings: How Good Are Commercial Governance Ratings?*, in *J. Fin. Econ.*, 2010, vol. 98, n. 3, 439 ss.
- DAVIES P.L. *et al.*, *Boards in Law and Practice: A Cross-Country Analysis in Europe*, in AA.VV., *Corporate Boards in Law and Practice: A Comparative Analysis in Europe*, a cura di P.L. Davies *et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013.
- DAVIES P.L., *Board-structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence*, 2001, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=262959](http://ssrn.com/abstract=262959).
- DAVIES P.L., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, Londra, 2003.

- DAVIES P.L., HOPT K.J., *Boards in Europe – Accountability and Convergence*, in *Am. J. Comp. Law*, 2013, vol. 61, n. 2, 301 ss.
- DAVIES P.L. *et al.*, *European Company Law Experts' Response to the European Commission's Green Paper 'The EU Corporate Governance Framework'*, 22 luglio 2011, consultabile all'indirizzo [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu).
- DAVIES P.L., SCHLITZER B., *The impracticality of an international "one size fits all" corporate governance code of best practice*, in *Managerial Auditing J.*, 2008, vol. 23, n. 6, 532 ss.
- DAVIS S., LUKOMNIK J., *Behind the call for better corporate governance*, in *Compliance Week*, 22 novembre 2016.
- DAVIS S., *Stewardship in Principle & Practice*, Intervento tenuto in occasione dell'*Italy Corporate Governance Conference*, 1 dicembre 2016, consultabile all'indirizzo [icconference.org/wp-content/uploads/2017/03/Introductory-Speech\\_Stephen-Davis\\_Associate-Director-and-Senior-Fellow-Program-on-Corporate-Governance-Harvard-Law-School.pdf](http://icconference.org/wp-content/uploads/2017/03/Introductory-Speech_Stephen-Davis_Associate-Director-and-Senior-Fellow-Program-on-Corporate-Governance-Harvard-Law-School.pdf).
- DE ANGELIS L., *La Borsa, gli affari e il Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. impr.*, 2000, 465 ss.
- DE CARLOS BERTRÁN L., *La sociedad cotizada*, in *Actualidad jurídica*, 2015, n. 39, 31 ss.
- DE FERRA G., *La responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2008, 349 ss.
- DE LY F., *Lex Mercatoria (New Law Merchant): Globalization and International Self-Regulation*, in *Dir. comm. int.*, 2000, 555 ss.
- DE MARI M., *Corporate governance e nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 541 ss.
- DE MARI M., *Il Codice di Autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 141 ss.
- DE RITIS R., *L'introduzione delle c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 309 ss.
- DE ROO K., *De Corporate Governance Code en het Drijfzand van de Open Norm (The Corporate Governance Code and the Quicksand of the Open Norm)*, in *Ars Aequi*, 2015, vol. 4, 257 ss.
- DEAKIN S., *'Comply or Explain' in Belgium, Germany, Italy, the Netherlands and the UK: Insufficient Explanations and an Empirical Analysis*, 30 gennaio 2014, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2388194](http://ssrn.com/abstract=2388194).
- DEAKIN S., KONZELMANN S.J., *Learning from Enron*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2004, vol. 12, n. 2, 134 ss.
- DEAKIN S., *Reflexive Governance and European Company Law*, in *Eur. Law J.*, 2009, vol. 15, n. 2, 224 ss.
- DEAKIN S., *The effect of the Cadbury Code on Boards and Stockmarkets*, University of Cambridge, 8 agosto 2013, consultabile all'indirizzo [insight.jbs.cam.ac.uk/2013/professor-simon-deakin-faculty-of-law-the-effect-of-the-cadbury-code-on-boards-and-stockmarkets/](http://insight.jbs.cam.ac.uk/2013/professor-simon-deakin-faculty-of-law-the-effect-of-the-cadbury-code-on-boards-and-stockmarkets/)
- DECKERT K., LIEURY C., *Le principe «comply or explain»: suivi et mise en œuvre des codes de gouvernement d'entreprise au Royaume-Uni et en France*, in *Revue internationale des services financiers/Int'l J. for Fin. Serv.*, 2017, n. 4, 38 ss.
- DEDMAN E., *The Cadbury Committee Recommendations on Corporate Governance – A Review of Compliance and Performance Impacts*, in *Int. J. Mgmt. Rev.*, 2003, vol. 4, n. 4, 335 ss.

- DEGUEST J., *Cross-Country Comparison of the Evolution of Corporate Governance from a Shareholder to a Stakeholder Perspective*, 13 agosto 2014, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2723706](http://ssrn.com/abstract=2723706).
- DEL LINZ M., *La disciplina sui compensi dei "manager" nelle società quotate e l'esame delle prime relazioni sulla remunerazione*, in *Banca impresa società*, 2012, 451 ss.
- DEMIRAG S., SOLOMON J.F., *Developments in International Corporate Governance and the Impact of Recent Events*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2003, vol. 11, n. 1, 1 ss.
- DENIS D.K., MCCORNELL J.J., *International Corporate Governance*, in *J. Financial and Quantitative Analysis*, 2003, vol. 38, n. 1, 1 ss.
- DENOZZA F., *I requisiti d'indipendenza*, Intervento al convegno dal titolo "Gli amministratori indipendenti nelle società di capitali", 28 novembre 2005, consultabile all'indirizzo [www.emagazine.assonime.it/upload/intervento%20denozza%20borsa20%28%20novembre.pdf](http://www.emagazine.assonime.it/upload/intervento%20denozza%20borsa20%28%20novembre.pdf).
- DENOZZA F., *Interesse sociale e responsabilità sociale dell'impresa*, in *Guida critica alla responsabilità sociale e al governo d'impresa. Problemi, teorie e applicazioni della CSR*, a cura di L. Sacconi, Bancaria, Roma, 2005, 143 ss.
- DENOZZA F., *L'amministratore di minoranza e i suoi critici*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 767 ss.
- DENOZZA F., *Quale "funzione" per gli amministratori indipendenti?*, in *Econ. polit. ind.*, 2008, 109 ss.
- DENT G.W., *The essential unity of shareholders and the myth of investor short-termism*, in *Del. J. Corp. Law*, 2010, vol. 35, n. 1, 97 ss.
- DENT jr G.W., *Corporate governance: the Swedish solution*, in *Florida Law Rev.*, 2012, vol. 64, n. 6, 1633 ss.
- DESANA E., SARALE M., CALLEGARI M., *Dai "soliti noti" alla "gender diversity": come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (I parte)*, in *Giur. it.*, 2015, 2245 ss.
- DESANA E., SARALE M., CALLEGARI M., *Dai "soliti noti" alla "gender diversity": come cambiano gli organi di amministrazione e controllo delle società (II parte)*, in *Giur. it.*, 2015, 2515 ss.
- DESANA E., *Sistema monistico, voto di lista e rappresentanza delle minoranze*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 195 ss.
- DESANA E., *Voto favorevole (ma sostanzialmente dissenziente) dell'amministratore e composizione del comitato esecutivo di società bancarie*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1308 s.
- DEVINNEY T.M., SCHWALBACH J., WILLIAMS C.A., *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: Comparative Perspectives*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2013, vol. 21, n. 5, 413 ss.
- DEWING I.P., RUSSELL P.O., *The Individualization of Corporate Governance*, in *Acct., Auditing & Accountability J.*, 2008, vol. 21, n. 7, 978 ss.
- DEWING I.P., RUSSELL P.O., *Whistleblowing, Governance and Regulation before the Financial Crisis: the Case of HBOS*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 134, n. 1, 155 ss.
- DHIR A.A., *Challenging Boardroom Homogeneity: Corporate Law, Governance, and Diversity*, Cambridge University Press, New York, 2015.
- DI BATTISTA M.L., LIPPI A., SCHWIZER P., *Independent Directors and Governance Ratings: Evidence from Italian Listed Companies*, in *Reshaping Commercial Banking in Italy: New Challenges from Lending to Governance*, a cura di G. Bracchi e D. Masciandaro, Bancaria, Roma, 2014, 241 ss.
- DI BATTISTA M.L., SCHWIZER P., STEFANELLI V., *Italian Listed Banks and Compliance with Corporate Governance Code - Banche e adesione al Codice di Autodisciplina sulla corporate governance: forma o*

- sostanza?, in *Bancaria* n. 4, aprile 2014, 40 ss., consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2605475](http://ssrn.com/abstract=2605475).
- DI CATALDO V., *L'esperienza italiana dell'autodisciplina pubblicitaria*, in *Studi dedicati a Mario Libertini*, tomo II, *Concorrenza e mercati*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli e R. Pennisi, Giuffrè, Milano, 2015, 827 ss.
- DI MARCELLO T., *Sistema monistico e autonomia organizzativa*, Giuffrè, Milano, 2012.
- DI NOIA C., LANFRANCHI V., SAINO S., *La remunerazione degli amministratori nell'autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. bancaria*, 2011, 57 ss.
- DI NOIA C., PUCCI E., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate: motivazioni e principali novità*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 115 ss.
- DI RIENZO S., *La remunerazione dei consiglieri non esecutivi: evidenze quantitative e considerazioni qualitative, remunerazione e manager uomini (d'oro e no)*, in *Analisi giur. econ.*, 2014, n. 2, 503 ss.
- DI ROBILANT A., *Generalogies of Soft Law*, in AA.VV., *Soft Law*, a cura di P. Wahlgren, *Scandinavian studies in law*, *Stockholm Institute for Scandinavian Law*, Stoccolma, 2013, 222 ss.
- DI SABATO F., *Profili giuridici dell'etica negli affari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 383 ss.
- DIAMOND D.W., VERRECCHIA R.E., *Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital*, in *J. Fin.*, 1991, vol. 46, 1325 ss.
- DIAMOND S.S., *Empirical Life in Legal Waters: Clams, Dolphins & Plankton*, in *Univ. Ill. Law Rev.*, 2002, n. 4, 803 ss.
- DIMAGGIO P., POWELL W., *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality*, in *American Sociological Rev.*, 1983, vol. 48, n. 2, 147 ss.
- DINE J., KOUTSIAS M., *The Nature of Corporate Governance. The Significance of National Cultural Identity*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, USA, 2013.
- DOIDGE C.G., STULZ R., *The U.S. listing gap*, in *J. Fin. Econ.*, 2017, vol. 123, n. 3, 464 ss.
- DONALD D.C., *Approaching Comparative Company Law*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2008, vol. 14, n. 1, 83 ss.
- DONATO-SEMINARA F., *Il voto di lista come regola di bilanciamento tra maggioranza e minoranze. La questione del voto capitaro nelle banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 19 ss.
- DONDERO B., *Le code Afep-Medef révisé: un nouveau départ*, in *Rev. sociétés*, 2014, n. 1, 7 ss.
- DRAGHI M., *Regolazione pubblica, autodisciplina e reputazione delle società quotate*, in *Notizie di Politeia*, 2000, 131 ss.
- DRAGO C., MILLO F., RICCIUTI R., SANTELLA P., *Corporate governance reforms, interlocking directorship and company performance in Italy*, in *Int'l Rev. Law Econ.*, 2015, vol. 41, 38 ss.
- DRAVIS B.F., *The Role of Independent Directors in Corporate Governance*, American Bar Association, Business Law Section, Chicago, Illinois, 2015.
- DRISALDI R., *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in *Soc.*, 2014, 790 ss.
- DU PLESSIS J., *The Case for and against Mandatory Gender Quota Legislation for Company Boards*, in *Deakin Law Rev.*, 2015, vol. 20, n. 1, 1 ss.

- DU PLESSIS J.J., *German Corporate Governance in International and European Context*, Springer, Berlino-Heidelberg, 2012.
- DU PLESSIS J.J., *The German Two-Tier Board and the German Corporate Governance Code*, in *European Bus. Law Rev.*, 2004, vol. 15, n. 5, 1144 ss.
- DUHAMEL J.-C., FASTERLING B., REFAIT-ALEXANDRE C., *Seeking Legitimacy Through Complying with Corporate Governance Codes: An Analysis of 'Comply or Explain' Disclosures by Companies in the French SBF 120*, 2012, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2039316](http://ssrn.com/abstract=2039316).
- EASTERBROOK F.H., FISCHEL D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 1996.
- EASTERBROOK F.H., FISCHEL D.R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, in *Harv. Law Rev.*, 1981, vol. 94, n. 6, 1161 ss.
- EASTERBROOK F.H., *Two Agency-Cost Explanations of Dividends*, in *Am. Econ. Rev.*, 1984, 1984, vol. 74, n. 4, 650 ss.
- EINHORN T., *Monitoring Directors in Public Companies under Israeli Law: Comparative Perspectives*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2001, 525 ss.
- EISENBERG M.A., *Access to the Corporate Proxy Machinery*, in *Harvard Law Rev.*, 1970, vol. 83, n. 7, 1489 ss.
- EISENBERG M.A., *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in *J. Corp. Law*, 1998, vol. 24, n. 4, 819 ss., consultabile all'indirizzo [scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/547](http://scholarship.law.berkeley.edu/facpubs/547).
- ELLICKSON R.C., *Trends in Legal Scholarship: A Statistical Study*, in *J. Legal Stud.*, 2000, vol. 29, 517 ss.
- ELWELL-SUTTON N., STERN C., *The Green Paper on Corporate Governance Reform is not a Christmas Hit but Contains Some Crakers*, in *Oxford Business Law Blog*, 21 dicembre 2016, consultabile all'indirizzo [www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/12/green-paper-corporate-governance-reform-not-christmas-hit-contains](http://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/12/green-paper-corporate-governance-reform-not-christmas-hit-contains).
- ENRIONE A., MAZZA C., ZERBONI F., *Institutionalizing Codes of Governance*, in *American Behavioral Scientist*, 2006, vol. 49, n. 7, 961 ss.
- ENRIQUES L., *L'attivismo degli investitori istituzionali negli Stati Uniti: una rassegna degli studi empirici*, in *Riv. soc.*, 1998, 592 ss.
- ENRIQUES L., *Codici di corporate governance, diritto societario e assetti proprietari: alcune considerazioni preliminari*, in *Banca impresa società*, 2003, 97 ss.
- ENRIQUES L., *Corporate Governance Reforms in Italy: What Has Been Done and What Is Left to Do*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, vol. 10, n. 4, 477 ss.
- ENRIQUES L., *EC company law directives and regulations: How trivial are they?*, in *U. Penn. J. Int'l Econ. Law*, 2006, vol. 27, n. 1, 1 ss.
- ENRIQUES L., GATTI M., *The uneasy case for top-down corporate law harmonization in the European Union*, in *U. Penn. J. Int'l Econ. Law*, 2006, vol. 27, n. 4, 939 ss.
- ENRIQUES L., *La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e opportunità*, Relazione tenutasi in Trento il 3 novembre 2011, consultabile all'indirizzo [www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento\\_enriques\\_20111103.pdf](http://www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Audizioni/intervento_enriques_20111103.pdf).

- ENRIQUES L., ROSSI G., *Competizione regolamentare e contrattualizzazione del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2016, a 9 s.
- ENRIQUES L., *The Role of Italian Companies' Boards in the Age of Disruptive Innovation*, Discorso in occasione della *Italian Corporate Governance Conference* tenutasi a Milano il 2 dicembre 2016, consultabile all'indirizzo [www.law.ox.ac.uk](http://www.law.ox.ac.uk) (da cui si cita); *Il ruolo dei consigli d'amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impresa società*, 2017, 15 ss.
- ENRIQUES L., VOLPIN P., *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *J. Econ. Perspectives*, 2007, vol. 21, n. 1, 117 ss.
- EREDE M., GHEZZI F., *Regolazione pubblica e autonomia privata nella composizione del consiglio di amministrazione di società quotate: un'indagine empirica*, in *Riv. soc.*, 2016, 920 ss. e *La composizione del Consiglio di amministrazione delle società quotate tra norme imperative, autodisciplina ed autonomia statutaria*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*. Atti del Convegno tenutosi a Venezia il 13-14 novembre 2015, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, 355 ss.
- EREDE M., *Governing Corporations with Concentrated Ownership Structure: an Empirical Analysis of Hedge Fund Activism in Italy and Germany, and its Evolution*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2013, vol. 10, n. 3, 328 ss.
- EREDE M., *L'esercizio del diritto di intervento e di voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione di record date*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Egea, Milano, 2011, 237 ss.; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 59 ss.
- ERHARDT O., NOWAK E., *Die Durchsetzung von Corporate-Governance-Regeln*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2002, vol. 47, n. 6, 336 ss.
- FACCIO M., LANG L.H.P., *The ultimate ownership of western European Corporations*, in *J. Fin. Econ.*, 2002, vol. 65, n. 3, 365 ss.
- FACCIO M., LARRY L.H.P., YOUNG L., *Dividends And Expropriation*, in *Am. Econ. Rev.*, 2001, vol. 91, n. 1, 54 ss.
- FAIRFAX L.M., *The Bottom Line on Board Diversity: A Cost-Benefit Analysis of the Business Rationales for Diversity on Corporate Boards*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2005, n. 3, 795 ss.
- FAJARDO T., *Soft Law*, in *Oxford Bibliographies*, Oxford University Press, Oxford, 30 gennaio 2014.
- FAMA E.F., FRENCH K.R., *Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, in *J. Fin. Econ.*, 2001, vol. 60, n. 1, 3 ss.
- FARINHA J., *Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*, in *J. Bus. Fin. & Acct.*, 2003, vol. 30, nn. 9-10, 1173 ss.
- FASTERLING B., DUHAMEL J.-C., *Le comply or explain: la transparence conformiste en droit des sociétés*, in *Rev. int. droit économique*, 2009, vol. 23, n. 2, 129 ss.
- FAUVER L., FUERST E.M., *Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards*, in *J. Fin. Econ.*, 2006, vol. 82, n. 3, 673 ss.
- FAWAL C., *Protecting Shareholder Access to Director Elections: a Response to CA, inc. v. AFSCME Urging the Adoption of a Blasius Standard of Review for the Exercise of a Fiduciary-Out Clause*, in *Duke Law J.*, 2010, vol. 59, n. 7, 1457 ss.
- FAZZUTTI E., *La nomina dei sindaci nelle società "quotate" (e non)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 25 ss.

- FEBBRAIO A., PENNISI C., *Introduzione*, in G. TEUBNER, *Il diritto come sistema autopoietico*, Giuffrè, Milano, 1996.
- FEDI A., *I codici di autogoverno delle società e la corporate governance*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2011, 551 ss.
- FENWICK M., VERMEULEN E.P.M., *Institutional Investor Engagement: How to Create a 'Stewardship Culture'*. *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2018-1*; *TILEC Discussion Paper No. 2018-006*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3098235](http://ssrn.com/abstract=3098235).
- FERNÁNDEZ-RODRÍGUEZ E., GÓMEZ-ANSÓN S., CUERVO-GARCÍA A., *The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms*, in *Corp. Gov.*, 2004, vol. 12, n. 1, 29 ss.
- FERRAN E., *Corporate Law, Codes and Social norms, Finding the Right Regulator Combination and Institutional Structure*, in *J. Corp. Law St.*, 2001, vol. 1, n. 2, 381 ss.
- FERRARESE M.R., *Il diritto al presente. Globalizzazione e tempo delle istituzioni*, Il Mulino, Bologna, 2002.
- FERRARI G., FERRARO V., PROFETA P., PRONZATO C., *Gender Quotas: Challenging the Boards, Performance, and the Stock Market*, *IZA Discussion Paper No. 10239*, settembre 2016, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2846330](http://ssrn.com/abstract=2846330).
- FERRARINI G., *Controlli interni e strutture di governo societario*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. III, \*\*\*, Utet, Torino, 2007.
- FERRARINI G., FILIPPELLI M., *Independent Directors and Controlling Shareholders around the World*, *Working Paper n. 258/2014*, maggio 2014, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2443786](http://ssrn.com/abstract=2443786).
- FERRARINI G., *Funzione del consiglio di amministrazione, ruolo degli indipendenti e doveri fiduciari*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 49 ss.
- FERRARINI G., GIUDICI P., *La legge sul risparmio, ovvero un pout-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2006, 587 ss.
- FERRARINI G., PERUZZO G.G., ROBERTI M., *Corporate Boards in Italy*, in AA.VV., *Corporate Boards in Law and Practice, A Comparative Analysis in Europe*, a cura di P.L. Davies *et al.*, Oxford University Press, Oxford, 2013, 367 ss.
- FERRARINI G., *Shareholder Value and the Modernization of European Corporate Law*, in *Capital Markets and Company Law*, a cura di K.J. Hopt ed E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford, 2003, 223 ss.
- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 468 ss.
- FERRERO-FERRERO I., ACKRILL R., *Europeanization and the Soft Law Process of EU Corporate Governance: How Has the 2003 Action Plan Impacted on National Corporate Governance Codes?*, in *J. Common Market St.*, 2016, vol. 54, n. 4, 878 ss., consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2789915](http://ssrn.com/abstract=2789915).
- FERRI G., *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'impresa bancaria*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1975, I, 1 ss. e in *Scritti giuridici*, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, vol. II, 1990, 611 ss.
- FERRI jr G., *La posizione dei soci di società bancaria*, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2016, 806 ss.

- FERRO N., *Riding the Waves of Reforms in Corporate Law, an Overview of Recent Improvements in Italian Corporate Codes of Conduct*, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM), *Corporate Social Responsibility and Sustainable Management Working Papers*, 2006; *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 2006.
- FERRO-LUZZI P., *Indipendente... da chi; cosa?*, in *Riv. soc.*, 2008, 204 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Per una razionalizzazione del concetto di controllo*, in *I controlli societari. Molte regale, nessun sistema*, a cura di M. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 115 ss.
- FERRO-LUZZI P., *Riflessioni in tema di controllo*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, Giuffrè, Milano, 2010, 309 ss.
- FIEGENBAUM I., LICHT A., *Corporate Law of Israel*, 7 novembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.global/working-paper/corporate-law-israel](http://www.ecgi.global/working-paper/corporate-law-israel); in *The Law of Israel*, a cura di C. Walter, B. Medina, L. Scholz, H.-B. Wabnitz, 2018, in corso di pubblicazione.
- FIRTH M., WONG S., XIN Q., YICK H., *Regulatory Sanctions on Independent Directors and Their Consequences to the Director Labor Market: Evidence from China*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 134, n. 4, 693 ss.
- FISCH J.E., *Leave it to Delaware: Why Congress Should Stay Out of Corporate Governance*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2013, vol. 37, n. 3, 731 ss.
- FISCH J.E., *The Destructive Ambiguity of Federal Proxy Access*, in *Emory Law J.*, 2012, vol. 61, n. 3, 435 ss.
- FISCH J.E., *The New Governance and the Challenge of Litigation Bylaws*, in *Brooklyn Law Rev.*, 2016, vol. 81, n. 4, 1637 ss., *Faculty Scholarship. Paper n. 1616*, 2016, consultabile all'indirizzo [scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/1616](http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/1616)
- FITZGERALD R., *Code of Ethics*, in *Encyclopedia of American Business*, New York, Facts On File, 2011.
- FLEISCHER H., *Zukunftsfragen der Corporate Governance in Deutschland und Europa: Aufsichtsräte, institutionelle Investoren, Proxy Advisors und Whistleblowers*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2011, vol. 40, n. 2, 155 ss.
- FRACASSI C., TATE G., *External networking and internal firm governance*, in *J. Fin.*, 2012, vol. 67, 153 ss.
- FRANKS J., MAYER C., *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, in *J. Fin. Econ.*, 1996, vol. 40, n. 1, 163 ss.
- FRIEDE G. et al., *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies*, in *J. Sustainable Finance*, 2015, vol. 5, n. 4, 210 ss.
- FÜLÖPA M.T., AVORNICULUIA M.-C., BRESFELEAN V.P., *The implementation degree of recommendations regarding the "Comply or Explain" statement and its efficiency via cloud computing*, in *Procedia Economics and Finance*, 2014, vol. 15, 1105 ss.
- FURGIUELE L., *Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 157 ss.
- GALANDER A., WALGENBACH P., ROST K., *A Social Norm Perspective on Corporate Governance Soft Law*, in *Corp. Gov.*, 2015, vol. 15, n. 1, 31 ss.
- GALATERI DI GENOLA G., *Bilanci e prospettive dell'autodisciplina*, in *Il testo unico della finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 146 ss.

- GALATERI DI GENOLA G., *Il consiglio di amministrazione tra legge e autodisciplina [Sei personaggi in cerca d'autore]*, Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, a cura di G. Mollo, ottobre 2015, 9 ss.
- GALGANO F., MARRELLA F., *Diritto e prassi del commercio internazionale*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, diretto da F. Galgano, vol. LIV, Cedam, Padova, 2004, 19 ss.
- GALLE J.G.C.M., *Consensus on the comply or explain principle within the EU corporate governance framework: legal and empirical research*, *Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 86*, Kluwer, Deventer, 2012.
- GALLE J.G.C.M., *Ondernemen en ethiek*, Boom Jurisiche uitgevers, Den Haag, 2000.
- GALLEGO A., BRIONES J., *La diversidad de género en el Código Unificado español y la práctica empresarial*, in *Pecunia*, 2007, n. 4, 1 ss.
- GALLETTI D., *Corporate governance e responsabilità sociale d'impresa*, in AA.VV., *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, vol. II, Giuffrè, Milano, 2005, 2621 ss.
- GAMBINO A., *Etica dell'impresa e codici di comportamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 881 ss.
- GAMBINO A., *Governo societario e dei mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 788 ss.
- GARCÍA-SÁNCHEZ I.M., RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ L., FRÍAS-ACEITUNO J.-V., *Board of Directors and Ethics Codes in Different Corporate Governance Systems*, in *J. Bus. Ethics*, 2015, vol. 131, n. 3, 681 ss.
- GARCÍA-SÁNCHEZ I.M., RODRÍGUEZ-DOMÍNGUEZ L., GALLEGO-ÁLVAREZ I., *CEO qualities and codes of ethics*, in *Eur. J. Law Econ.*, 2013, vol. 35, n. 2, 295 ss.
- GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e stakeholders nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, n. 1, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu).
- GARILLI C., *Le azioni positive nel diritto societario: le quote di genere nella composizione degli organi delle società per azioni*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, 885 ss.
- GAY K., *A Boardroom Revolution? The Impact of the Cadbury Nexus on the Work of Non-Executive Directors of FTSE-350 Companies*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2001, vol. 9, n. 3, 152 ss.
- GEHLING C., *Diskussionsbericht zu Deutscher Corporate Governance Kodex – Eine kritische Bestandsaufnahme*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011, 1181 ss.
- GELTER M., *Comparative Corporate Governance: Old and New*, in AA.VV., *Understanding the Company: Corporate Governance and Theory*, a cura di B. Choudhury e M. Petrin, Cambridge University Press, Cambridge, 2017; *ECGI Law Working Paper n. 321*, 2016; in *Fordham Working Paper Series*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2756038](http://ssrn.com/abstract=2756038).
- GELTER M., HELLERINGER G., *Opportunity Makes a Thief: Corporate Opportunities as Legal Transplant and Convergence in Corporate Law*. *Fordham Law Legal Studies Research Paper n. 3074537*. *ECGI Law Working Paper n. 378/2017*, in *Berkeley Business Law J.*, vol. 14, n. 2, in corso di pubblicazione.
- GELTER M., *The Dark Side of Shareholder Influence; Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, in *Harvard Int'l Law J.*, 2009, vol. 50, n. 1, 129 ss.
- GERBER M.S., *Proxy Access. Highlights of the 2017 Proxy Season*, 20 giugno 2017, consultabile all'indirizzo [www.skadden.com](http://www.skadden.com).

- GEVURTZ F.A., *The Globalization of Corporate and Securities Law: An Introduction to a Symposium, and an Essay on the Need for a Little Humility When Exporting One's Corporate Law*, Pacific McGeorge School of Law, *Scholarly Papers*; in *Transnational Law*, 2002-2003, vol. 16, n. 1, 2 ss.
- GHEZZI F., *Commento sub art. 2409-sexiesdecies. Sistema basato sul consiglio di amministrazione e un comitato costituito al suo interno*, in *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, a cura di F. Ghezzi, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 191 ss.
- GHEZZI F., *I "doveri fiduciari" degli amministratori nei "Principles of Corporate Governance"*, in *Riv. soc.*, 1996, 465 ss.
- GIANFRATE G., *What do Shareholders' Coalitions really want? Evidence from Italian Voting Trusts*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 2, 122 ss.
- GIANNETTI M., SIMONOV A., *Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices*, in *J. Fin.*, 2006, vol. 61, n. 3, 1507 ss.
- GIBSON R.J., *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, in *Stanford Law School, Working Paper, n. 192*, 2010 e in *Am. J. Comp. Law*, 2001, vol. 49, n. 2, 2001, 329 ss.
- GIBSON-SMITH C., *Introduction*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- GIETZEN N., *Unternehmensmitbestimmung, Unternehmensmitbestimmung, Corporate Governance und der Deutsche Corporate Governance Kodex*, Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Mohr Siebeck, Tübingen, 2013.
- GILLAN S., STARKS L., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in *J. App. Corp. Fin.*, 2007, vol. 19, n. 1, 55 ss.
- GILLESPIE J., *Transplanting Commercial Law Reform*, Burlington, Ashgate, Londra, 2006.
- GILSON R.J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in *Harvard Law Rev.*, 2006, vol. 119, n. 6, 1641 ss.
- GILSON R.J., *From Corporate Law to Corporate Governance. ECGI Law Research Paper n. 324/2016; Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 497; Columbia Law and Economics Working Paper n. 564*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2819128](https://ssrn.com/abstract=2819128), 2016, 5 (da cui si cita) e in *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 10, in corso di pubblicazione.
- GILSON R.J., *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function, Working Paper, n. 192, Stanford Law School*, 2010 e in *Am. J. Comp. Law*, 2001, vol. 49, n. 2, 2001, 329 ss.
- GILSON R.J., GORDON J.N., *Board 3.0*, 2018, in corso di pubblicazione.
- GILSON R.J., GORDON J.N., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. Law Rev.*, 2013, vol. 113, n. 4, 863 ss.
- GILSON R.J., KRAAKMAN R., *Reinventing the Outside Director: an Agenda for Institutional Investors*, in *Stanford Law Rev.*, 1991, vol. 43, n. 4, 863 ss.
- GILSON R.J., MILHAUPT C.J., *Choice as Regulatory Reform: The Case of Japanese Corporate Governance*, in *Am. J. Comp. Law*, 2005, vol. 53, n. 2, 343 ss.
- GILSON R.J., WHITEHEAD C.K., *Deconstructing equity: public ownership, agency costs, and complete capital markets*, in *Columbia Law Rev.*, 2008, vol. 108, n. 1, 231 ss.

- GIVATI Y., *A Theory of Whistleblower Rewards*, in *J. Legal St.*, 2016, vol. 45, n. 1, 43 ss.
- GOLDEN F.G., REID TH.J., TURANO L.C., MALINOWSKY, Th.D., *Shareholder Activism & Engagement 2017, Getting the Deal Through*, 2017.
- GOMEZ P.-Y., *From Colbert to Messier: two decades of corporate governance reforms in France*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 93 ss.
- GOMPERS P., ISHII J., METRICK A., *Corporate governance and equity prices*, in *Q. J. Econ.*, 2003, vol. 118, n. 1, 107 ss.
- GONCHAROV I., WERNER J.R., ZIMMERMANN J., *Does Compliance with the German Corporate Governance Code Have an Impact on Stock Valuation? An empirical analysis*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2006, vol. 14, n. 5, 432 ss.
- GORDON J.N., *Proxy Contests in an Era of Increasing Shareholder Power: Forget Issuer Proxy Access and Focus on E-Proxy*, *Columbia Law and Economics Working Paper No. 322*; *ECCI Law Working Paper n. 92/2008*, 2008; in *Vanderbilt Law Rev.*, 2008, vol. 61, n. 2, 475 ss.
- GORDON J.N., *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2000: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, in *Stanford Law Rev.*, 2007, vol. 59, n. 6, 1465 ss.
- GORDON, J.N., *Convergence and Persistence in Corporate Law and Governance. Columbia Law and Economics Working Paper No. 574*, 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3037113](https://ssrn.com/abstract=3037113) (da cui si cita) e in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 2, in corso di pubblicazione.
- GORLA G., *Ricordi della carriera di un comparatista (dal diritto comparato al diritto comune europeo)*, in *Foro it.* 1980, V, 1.
- GORTON G., SCHMID F.A., *Capital, Labor, And The Firm: A Study of German Codetermination*, in *J. Eur. Econ. Ass.*, 2004, vol. 2, n. 5, 863 ss.
- GOSHEN Z., HAMDANI A., *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*, in *Yale Law J.*, 2016, vol. 125, 560 ss.
- GOTO G., *Legally "strong" shareholders of Japan*, in *Michigan J. Private Equity and Venture Capital Law*, vol. 3, n. 2, 27 marzo 2014.
- GOWER L.C.B., *The Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, Londra, 1957.
- GRAHOVAR M., ÅKESSON M., *A Common Corporate Governance Code - Mission Impossible?*, tesi di dottorato discussa presso la *Högskolan Kristianstad, Institutionen för ekonomi*, Uppsala, 2005.
- GRANTHAM R., *Corporate Governance Codes in Australia and New Zealand: Propriety and Prosperity*, in *U. Queensland L. J.*, 2004, vol. 23, 218 ss.
- GRIFFITH S.J., *Corporate Governance in an Era of Compliance*, in *William and Mary Law Rev.*, 2016, vol. 57, 2075 ss.
- GROENEWALD E., *Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2005, vol. 6, n. 2, 291 ss.
- GROSSI P., *Il diritto nella storia dell'Italia Unita*, 2012, consultabile all'indirizzo [www.lincci.it/files/convegni/840\\_allegatouno.pdf](http://www.lincci.it/files/convegni/840_allegatouno.pdf)
- GROSSI P., *La cultura del civilista italiano. Un profilo storico*, Giuffrè, Milano, 2002

- GRULLÓN G., LARKIN Y., MICHAELY R., *The Disappearance of public firms and the changing nature of U.S. industries*, Rice University, Working Paper, 2017, consultabile all'indirizzo [editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=AFA2016&paper\\_id=776](http://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=AFA2016&paper_id=776).
- GUACCERO A., DI MARCELLO T., *Codice civile, società quotate, banche, intermediari e assicurazioni: un solo monistico?*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, 103 ss.
- GUACCERO A., *Il ruolo della "corporate governance" e delle regole di responsabilità nella condotta societaria*, in *Il mercato giusto e l'etica della società civile*, a cura di S. Semplici, Vita e pensiero, Milano, 2005, 181 ss.
- GUACCERO A., *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Giuffrè, Milano, 2007.
- GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in *Riv. soc.*, 2016, 409 ss.
- GUARAGNELLA P., *Voto di lista e sostituzione di un amministratore di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 126 ss.
- GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Egea, Milano, 1991.
- GUCCIONE A.V., *I sistemi elettorali per la nomina del consiglio di amministrazione delle società quotate*, in AA.VV., *Liber amicorum M. Bione*, a cura di L. Foffani, M.C. Fregni e R. Labertini, Giuffrè, Milano, 2011, 318 ss.
- GUGLIELMETTI R., *I piani di successione degli amministratori esecutivi*, in *Soc.*, 2013, 300 ss.
- GUIZZI G., *Il voto di lista per la nomina degli amministratori di minoranza nelle società quotate: spunti per una riflessione*, in *Corr. giur.*, 2007, 301 ss.
- GUIZZI G., *Interesse sociale e governance bancaria*, in *Dir. banc. mer. fn.*, 2016, 786 ss.
- GUIZZI G., TUCCI A., *Acquisto di concerto*, in AA.VV., *Le offerte pubbliche di acquisto*, a cura di M. Stella Richter jr, Giappichelli, Torino, 2011.
- GULINELLO C., *The retail-investor vote: mobilizing rationally apathetic shareholders to preserve or challenge the board's presumption of authority*, in *Utah Law Rev.*, 2010, vol. 54, n. 3, 547 ss.
- GUNATHILAKE W., CHANDRAKUMARA P., *Why do corporations accept voluntary codes on corporate governance and why is the acceptance so rapid among the corporations? A theoretical explanation*, in *British Academy of Management*, 2010, consultabile all'indirizzo [ro.uow.edu.au/gsbpapers/300](http://ro.uow.edu.au/gsbpapers/300).
- GURRÍA A., *Remarks*, in *G20 Ankara: Presentation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Ankara, 5 settembre 2015.
- GUTIÉRREZ M., SÁEZ M., *Deconstructing Independent Directors*, in *J. Corp. Law St.*, 2013, vol. 13, n. 1, 63 ss.
- HABBASH M., XIAO L., SALAMA A., DIXON R., *Are Independent Directors and Supervisory Directors Effective in Constraining Earnings Management?*, in *J. Fin., Acct. & Mgmt.*, 2014, vol. 5, n. 1, 125 ss.
- HABERMAS J., *Morale et communication: conscience morale et activité communicationnelle*, Éd. du Cerf, Parigi, 1986.
- HABERSACK M., *Staatliche und halbstaatliche Eingriffe in die Unternehmensführung*, *Verhandlungen des 69 Deutschen Juristentages*, Monaco di Baviera, 2012.

- HADJIKYPRIANOU G.C., *The Principle of 'Comply or Explain' Underpinning the UK Corporate Governance Regulation: Is There a Need for a Change?*, in *Corporate Law: Corp. Gov. Law J.*, vol. 7, n. 81, novembre 2015, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2690687](https://ssrn.com/abstract=2690687).
- HAIL L., TAHOUN A., WANG C., *Corporate Scandals and Regulation. ECGI Law Working Paper n. 367/2017*, in *J. Acct. Research*, 2018, in corso di pubblicazione.
- HALL S., MCCORD N., HALL jr S., *The Effective Compensation Committee*, in AA.VV., *The Handbook of Board Governance. A Comprehensive Guide for Public, Private and Not-For-Profit Board Members*, a cura di R. Leblanc con J. Fraser, Wiley, Hoboken, NJ, 2016.
- HALPER J., BAKER S., TAMPI J., *Overview of Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code*, in *Harvard Law School Forum*, 15 marzo 2018.
- HAND L., *The Spirit of Liberty*. Discorso in occasione della cerimonia "I Am an American Day", New York City, 21 maggio 1944.
- HANNIGAN B., *Company law*, Oxford University Press, Oxford, 2015.
- HANSMANN H., KRAAKMAN R., *The End of History for Corporate Law*, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper Series, n. 280, Harvard Law School, 2002; in *Georgetown Law J.*, 2001, vol. 89, n. 2, 439 ss.
- HANSMANN H., *When does Workers Ownership Works? Esops, law firms, codeterminations and economic democracy*, in *Yale Law J.*, 1990, vol. 99, n. 8, 1749 ss.
- HARILAOS M., *The effectiveness of corporate governance policy in Greece*, in *J. Fin. Reg. Compl.*, 2011, vol. 19, n. 3, 222 ss.
- HARPER HO V., "Comply or explain" and the future of nonfinancial reporting, in *Lewis & Clark Law Rev.*, 2017, vol. 21, n. 2, 317 ss.
- HARPER HO V., *Risk-Related Activism: The Business Case for Monitoring Nonfinancial Risk*, in *J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, n. 3, 647 ss.
- HARPER J., *Chairing the Board*, Kogan Page, Londra, 2000.
- HART O., ZINGALES L., *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, Stigler Center for the Study of the Economy and the State, New Working Paper Series No. 12, luglio 2017, consultabile all'indirizzo [research.chicagobooth.edu](https://research.chicagobooth.edu).
- HARTMANN, *Shareholder Activism: Benefits and Drawbacks, Schriftenreihe zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht; Bd. 43*, PL Academic Research, Frankfurt am Main-New York, 2014.
- HASKOVEC N., *Codes of Corporate Governance. A Review*, 2012, consultabile all'indirizzo [web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes of Corporate Governance\\_Yale\\_053112.pdf](https://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf).
- HAXHI, H. VAN EES, *Explaining Diversity in the Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance*, in *J. Int'l Business St.*, 2010, vol. 41, n. 4, 710 ss.
- HAYDEN M., BODIE M.T., *The Bizarre Law and Economics of Business Roundtable v. SEC*, in *J. Corp. Law*, 2012, vol. 38, n. 1, 101 ss.
- HAYES R.B., *Diary and Letters of Rutherford Birchard Hayes: Nineteenth President of the United States*, The Ohio State Archaeological and Historical Society, O. Columbus, 1922.
- HEALY P.M., PALEPU K.G., *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*, in *J. Acct. & Econ.*, 2001, vol. 31, n. 1, 405 ss.

- HEATH J., *Business ethics without stakeholders*, in *Bus. Ethics Q.*, 2006, vol. 76, n. 4, 533 ss.
- HEERINGA A.W., *Shareholders and Democracy?*, in AA.VV., *Shareholder democracy: an analysis of shareholder involvement in corporate policies*, a cura di M. Olaerts, C.A. Schwarz, Eleven International Publishing, The Hague, 2012, 7 ss.
- HEINEMAN jr B.W., *A Stewardship Code for Institutional Investors*, 2010, consultabile all'indirizzo [corp.gov.law.harvard.edu/2010/01/18/a-stewardship-code-for-institutional-investors](http://corp.gov.law.harvard.edu/2010/01/18/a-stewardship-code-for-institutional-investors).
- HEINEMAN jr B.W., DAVIS S.M., *Are Institutional Investors Part of the Problem or Part of the Solution? Key Descriptive and Prescriptive Questions About Shareholders' Role in U.S. Public Equity Markets*, ottobre 2011, consultabile all'indirizzo [web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235\\_CED\\_WEB.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/80235_CED_WEB.pdf).
- HEINEMAN jr B.W., DAVIS S.M., *Institutional Investors: The Next Frontier in Corporate Governance*, in *Harvard Law School Forum*, 7 ottobre 2011
- HERMES N., POSTMA T.J.B.M., ZIVKOV O., *Corporate Governance Codes in the European Union: Are They Driven by External or Domestic Forces?*, in *Int'l J. Managerial Fin.*, 2006, vol. 2, n. 4, 280 ss.
- HILL C.A., McDONNELL B.H., *Short and Long Term Investors (and Other Stakeholders Too): Must (and Do) Their Interests Conflict?*, in AA.VV., *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, a cura di C.A. Hill e S. Davidoff Solomon, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2016, 396 ss.
- HOFFMANN-BECKING M., *Zehn kritische Thesen zum Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2011, 1173 ss.
- HOGG S., *Foreword*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- HOLDER-WEBB L., COHEN J.W., *The Cut and Paste Society: Isomorphism in Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2012, vol. 107, n. 4, 485 ss.
- HOLDERNESS C.G., *A Survey of Blockholders and Corporate Control*, in *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Rev.*, 2003, vol. 9, n. 1, 51 ss. e in *Governance*, 2005, 359 ss.
- HOLLAND D., *National Fuel thwarts activist investor Gabelli's bid to fill board seat*, in *SNL Energy Daily Gas Report*, 30 novembre 2016.
- HOLMSTROM B., KAPLAN S.N., *Corporate Governance and Merger Activity in the US: Making Sense of the 1980s and 1990s*, in *J. Econ. Perspective*, 2001, vol. 15, n. 2, 121 ss.
- HOOGHIEMSTRA R.B.H., VAN EES H., *Uniformity as Response to Soft Law: Evidence from Compliance and Non-compliance with the Dutch Corporate Governance Code*, in *Regulation & Governance*, 2011, vol. 5, n. 4, 480 ss.
- HOOGHIEMSTRA R.B.H., *What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code?*, in *Acct. & Bus. Research*, 2012, vol. 42, n. 1, 1 ss.
- HOPT K.J., *Better Governance of Financial Institutions*, *ECGI Law Working Paper n. 207/2013*.
- HOPT K.J., *Comparative Company Law*, in AA.VV., *Oxford Handbook of Comparative Law*, a cura di M. Reimann-R. Zimmermann, Oxford University Press, Oxford, 2006, 1161 ss.
- HOPT K.J., *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and International Regulation*, in *Am. J. Comp. Law*, 2011, vol. 59, n. 1, 1 ss.; *ECGI Law Working Paper n. 170/2011*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1713750](http://ssrn.com/abstract=1713750), 5 ss.

- HOPT K.J., *Comparative Corporate Governance: the State of the Art and International Regulation*, in AA.VV., *Comparative Corporate Governance: a Functional and International Analysis*, a cura di A.M. Fleckner e K.J. Hopt, Cambridge University Press, Cambridge, 2013, 93.
- HOPT K.J., *Der Deutsche Corporate Governance Kodex: Grundlagen und Praxisfragen*, in AA.VV., *Festschrift für Michael Hoffmann-Becking zum 70. Geburtstag*, a cura di G. Krieger, M. Lutter e K. Schmidt, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2010, 563 ss.
- HOPT K.J., *The German Law of and Experience with the Supervisory Board*, gennaio 2016, *ECGI Law Working Paper n. 305*, 2016, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2722702](http://ssrn.com/abstract=2722702).
- HORAK H., BODIROGA-VUKOBRAT N., *EU Member States Experience With the Comply or Explain Principle in Corporate Governance*, in *Croatian Yearbook Eur. Law and Policy*, 2011, vol. 7, 179 ss.
- HU A., KUMAR P., *Managerial Entrenchment and Payout Policy*, in *J. Fin. & Quant. Analysis*, 2004, vol. 39, n. 4, 759 ss.
- HU G., YUAN R., XIAO J.Z., *Can independent directors improve internal control quality in China?*, in *Eur. J. Fin.*, 24 maggio 2014, 1 ss.
- HU H.T.C., *Financial innovation and governance mechanisms: the evolution of decoupling and transparency*, in *Bus. Law.*, 2015, vol. 70, n. 2, 375 ss.
- HUBER N., *FRC to consider tougher "comply or explain" guidelines*, in *Acct. Age Online Ed.*, 2012.
- HURTT D., KREUZE J., LANGSAM S., *Blue Ribbon Panel reports: How you must improve your audit committee*, in *J. Corp. Acct. & Fin.*, 1999, vol. 11, n. 1, 115 ss.
- HURWITZ M.H., KOVACS J., *An overview of the SEC's Whistleblower Award Program*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2016, vol. 21, n. 3, 531 ss.
- INWINKL P., WALLMAN M., JOSEFSSON S., *The Comply-or-Explain Principle: Stakeholders' Views on How to Improve the 'Explain' Approach*, 23 novembre 2013, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2331285](http://ssrn.com/abstract=2331285).
- IRTI N., *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa", Codici di autodisciplina)*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 698 ss.
- IRTI N., *I patti di consultazione*, in *Riv. soc.*, 1991, 1377 ed in AA.VV., *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, a cura di F. Bonelli e P.G. Jaeger, Giuffrè, Milano, 1993, 77 ss.
- IRTI N., *L'età della decodificazione*, Giuffrè, Milano, 1979
- ITURRIAGA F.J.L., *Codes of Good Governance Around the World*, Nova Science, New York, 2009.
- JACOBS J.B., *The Eugene P. and Delia S. Murphy Conference on Corporate Law: does the New Corporate Shareholder Profile Call for a new Corporate Law Paradigm?*, in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2012/2013, vol. 18, n. 1, 19 ss.
- JAEGER P.G., *Il diritto di voto ed il ruolo degli azionisti nelle società ad azionariato diffuso*, in *Privatizzazioni e riforma del diritto societario*, Atti dell'Intervento tenutosi a Roma, presso il Senato della Repubblica, il 28 settembre 1994.
- JAEGER P.G., MARCHETTI P., *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 625 ss.
- JAEGER P.G., *Privatizzazioni: «Public Companies», problemi societari*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 5 ss.
- JAYARAMAN N., NANDA V.K., RYAN H.E., *Does Combining the CEO and Chair Roles Cause Poor Firm Performance?*, in *Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper No. 2015-11*, 2015, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2690281](http://ssrn.com/abstract=2690281).

- JENSEN M., MECKLING W.H., *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, in *J. Fin. Econ.*, 1976, vol. 3, n. 4, 305 ss.
- JENSEN M.C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *Am. Econ. Rev.*, 1986, vol. 76, n. 2, 323 ss.
- JIANG W., WAN H., ZHAO S., *Reputation Concerns of Independent Directors: Evidence from Individual Director Voting*, in *Rev. Financ. Stud.*, 2016, vol. 29, n. 3, 655 ss.
- JOCHEM T., *Essays on Finance and Banking*, Tesi di dottorato discussa presso l'Università di Pittsburgh, 2013.
- JOHNSON S.A., MOORMAN T.C., SORESCU S., *A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices*, in *Rev. Fin. St.*, 2009, vol. 22, n. 11, 4753 ss.
- JONNA P.M., *In Search of Market Discipline: the Case for Indirect Hedge Fund Regulation*, in *San Diego Law Rev.*, 2008, vol. 45, n. 4, 989 ss.
- JORDAN C., *Cadbury Twenty Years On. (1992 'Financial Aspects of Corporate Governance' report) (United Kingdom, European Union)*, in *Villanova Law Rev.*, 2013, vol. 58, n. 1, 1 ss.
- JÜRGENS U., RUPP J., *The German System of corporate Governance: Characteristics and Changes*, Wissenschaftszentrum Berlin, Berlino, 2002.
- KAHAN M., ROCK E., *Embattled CEOs*, in *Texas Law Rev.*, 2010, vol. 88, n. 5, 987 ss.
- KAHAN M., ROCK E., *Hedge funds in corporate governance and corporate control*, in *U. Penn. Law Rev.*, 2007, vol. 155, n. 5, 1021 ss.
- KAHN-FREUND O., *On Uses and Misuses of Comparative Law*, in *Modern Law Rev.*, 1974, vol. 37, n. 1, 1 ss.
- KARLSSON-VINKHUYZEN S., VIHMA A., *Comparing the Legitimacy and Effectiveness of Global Hard and Soft Law: An Analytical Framework*, in *Regulation & Governance*, 2009, n. 3, 400 ss.
- KARPOFF J.M., *The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings, Working Paper, University of Washington*, 2001.
- KASPEREIT T., LOPATTA K., ONNEN D., *Shareholder Value Implications of Compliance with the German Corporate Governance Code*, in *Managerial and Decision Economics*, 2017, vol. 38, n. 2, 166 ss.
- KASPEREIT T., LOPATTA K., ZIMMERMANN J., *Does Compliance with the German Corporate Governance Code pay off?*, in *J. Risk Fin.*, 2015, vol. 16, n. 3, 344 ss.
- KASTIEL K., *Executive Compensation in Controlled Companies*, in *Indiana Law J.*, 2015, vol. 90, n. 3, 1131 ss.
- KASTIEL K., NILI Y., *In Search of the "Absent" Shareholders: A New Solution to Retail Investors' Apathy*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, 55 ss.
- KASTIEL K., NILI Y., *Just A Little "Nudge": Curing Investors' Rational Apathy*, 2015, consultabile all'indirizzo [www.sec.gov/comments/4-681/4681-2.pdf](http://www.sec.gov/comments/4-681/4681-2.pdf).
- KATELOUZOU D., GUPTA A., SCHNYDER G., *More Teeth Needed for Corporate Governance Reforms: Response to the Green Paper on Corporate Governance Reform*, 23 aprile 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2921800](http://ssrn.com/abstract=2921800).
- KATELOUZOU D., *Myths and Realities of Hedge Fund Activism: some Empirical Evidence*, in *Va. Law Bus. Rev.*, 2013, vol. 7, n. 3, 459 ss.

- KATZ R., *Project communication and performance: An investigation into the effects of group longevity*, in *Admin. Sci. Q.*, 1992, vol. 27, 81 ss.
- KEAY A., *Comply or explain in corporate governance codes: in need of greater regulatory oversight?*, in *Legal St.*, 2014, vol. 34, n. 2, 279 ss.
- KENANI M., PERSSON E., *To comply or not? The Effect of the Swedish Code of Corporate Governance on the annual reports listed companies*, Jönköping International Business School, Jönköping, 2006.
- KERSHAW D., *Corporate Law and Self-Regulation*, LSE Law, Society and Economy Working Papers n. 5, 2015, consultabile all'indirizzo [www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm](http://www.lse.ac.uk/collections/law/wps/wps.htm) e [ssrn.com/abstract=3574201](http://ssrn.com/abstract=3574201).
- KESNER I.F., *Directors' Characteristics and Committee Membership: an Investigation of Type, Occupation, Tenure, and Gender*, in *Acad. Mgmt. J.*, 1988, vol. 31, n. 1, 66 ss.
- KHANNA M., DAMON L.A., *EPA Voluntary 33/50 Program: Impact on Toxic Releases and Economic Performance of Firms*, in *J. Envtl. Econ. & Mgmt.*, 1999, vol. 37, n. 1, 2 ss.
- KHANNA T., KOGAN J., PALEPU K., *Globalization and Similarities in Corporate Governance: A Cross-Country Analysis*, in *Rev. Economics and Statistics*, 2006, vol. 88, n. 1, 69 ss.
- KIVI L., SMITH P., WAGNER C., *Principles-Based Standards and the Determination of Control for Consolidation*, in *CPA J.*, maggio 2004, vol. 74, n. 5, 11 ss.
- KLETTNER A., *Corporate Governance Codes and Gender Diversity: Management-Based Regulation in Action*, in *Univ. New South Wales L. J.*, 2016, vol. 36, 715 ss.
- KLETTNER A., *Corporate Governance Regulation. The Changing Roles and Responsibilities of Boards of Directors*, Routledge, Oxton-New York, 2016.
- KLIEBISCH R., *Neuregelungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, 2012, vol. 22, n. 11, 444 ss.
- KNOLL M.S., *The Modigliani-Miller Theorem at 60: The Long-Overlooked Legal Applications of Finance's Foundational Theorem*. U. Penn. Institute for Law & Economic Research Paper No. 17-43, ottobre 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=3053953](http://ssrn.com/abstract=3053953).
- KOHL C.R.G., RAPP M.S., WOLFF M., *Akzeptanz des Deutschen Corporate Governance Kodex: Governance-Indizes und Unternehmenseigenschaften*, in *HHL Research Paper Series in Corporate Governance No. 11*, maggio 2013, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2266453](http://ssrn.com/abstract=2266453).
- KÖKE J., *Corporate Governance in Germany: an Empirical Investigation*, Physica, Heidelberg/New York, 2002.
- KOSKE I. *et al.*, *Regulatory management practices in OECD countries*, Parigi, 2016.
- KOSNIK R.D., *A Study of Board Performance in Corporate Governance*, in *Admin. Sci. Q.*, 1987, vol. 32, n. 2, 163 ss.
- KOSTEL M.E., *Note: A Public Choice Perspective on the Debate over Federal Versus State Corporate Law*, in *Va. Law Rev.*, 1993, vol. 79, n. 8, 2129 ss.
- KOUWENBERG R., PHUNNARUNGS V., *Corporate Governance, Violations and Market Reactions*, in *Pacific-Basin Fin. J.*, 2012, vol. 21, n. 1, 881 ss.
- KRAAKMAN R. *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

- KRAUSE R., WITHERS M., SEMADENI M., *Sharing the Lead: Examining the Causes and Consequences of Lead Independent Director Appointment*, in *Harvard Law School Forum*, 20 settembre 2017, consultabile all'indirizzo [corpgov.law.harvard.edu/2017/09/20/sharing-the-lead-examining-the-causes-and-consequences-of-lead-independent-director-appointment](http://corpgov.law.harvard.edu/2017/09/20/sharing-the-lead-examining-the-causes-and-consequences-of-lead-independent-director-appointment); *Compromise on the Board: Investigating the Antecedents and Consequences of Lead Independent Director Appointment*, in *Academy of Mgmt. J.*, disponibile sul sito *web* della rivista.
- KRIEGER G., *Corporate Governance und Corporate Governance Kodex in Deutschland*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 2, 202 ss.
- KROGER ANDERSEN P., *New Recommendations for Good Corporate Governance in Denmark*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2002, 359 ss.
- KRUSE T.A., *Minority Expropriation and Shareholder Activism Following Olivetti's Hostile Takeover of Telecom Italia*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2007, vol. 15, n. 2, 133 ss.
- KUHNE E., FUSS J., *Corporate governance in Germany*, in *Business Law Rev.*, 2003, vol. 24, n. 10, 226 ss.
- L.A. BEBCHUK, *The myth that insulating boards serves long-term value*, in *Columbia Law Rev.*, 2013, vol. 113, n. 6, 1637 ss.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 3, 1131 ss.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *Corporate Ownership Around the World*, in *J. Fin.*, 1999, vol. 54, n. 2, 471 ss.
- LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Law and Finance*, in *J. Political Economy*, vol. 106, n. 6, dicembre 1998, 1113 ss.
- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2011.
- LABELLE R., *The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective*, 2002, 10, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=317519](http://ssrn.com/abstract=317519).
- LAMANDINI M., *Qualche spunto esegetico sulla nozione di "controllo" ai fini del consolidamento integrale*, in *I gruppi di società*. Atti del convegno tenutosi a Venezia il 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano G. Mucciarelli, vol. II, Giuffrè, Milano, 1996, 1453 ss.
- LANGEVOORT D.C., *Commentary: Puzzles About Corporate Boards and Board Diversity*, in *North Carolina Law Rev.*, 2011, vol. 89, n. 3, 841 ss.
- LANGEVOORT D.C., *The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability*, in *Georgetown Law J.*, 2001, vol. 89, n. 4, 797 ss.
- LANZA A., *Il voto di lista per la nomina degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1971, 1092 ss.
- LARCKER D.F., *Corporate governance matters: a closer look at organizational choices and their consequences*, FT Press, Upper Saddle River, NJ, 2015, 33 ss.
- LARCKER D.F., RICHARDSON S.A., TUNA I., *How Important is Corporate Governance?*, maggio 2005, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=595821](http://ssrn.com/abstract=595821).
- LARCKER D.F., TAYAN B., *Corporate Governance According to Charles T. Munger, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGR-38*, 3 marzo 2014.

- LARCKER D.F., TAYAN B., *Governance Aches and Pains: Is Bad Governance Chronic?*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance. Working Paper No. 3404, 14 aprile 2016.
- LARCKER D.F., TAYAN B., *Seven Myths of Corporate Governance*, Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-16, giugno 2011.
- LARCKER D.F., TAYAN B., *Seven Myths of Corporate Governance*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-51, settembre 2015.
- LARCKER D.F., TAYAN B., ZHU C., *A Meeting of the Minds: How Do Companies Distribute Knowledge and Workload Across Board Committees?*, in Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, Issues and Controversies in Corporate Governance No. CGRP-46; Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 15-6, 2014.
- LARKIN G., *It's Commonsense to Have a U.S. Corporate Governance Code*, in Harvard Law School Forum, 11 ottobre 2016, consultabile all'indirizzo [corp.gov.law.harvard.edu/2016/10/11/its-commonsense-to-have-a-u-s-corporate-governance-code](http://corp.gov.law.harvard.edu/2016/10/11/its-commonsense-to-have-a-u-s-corporate-governance-code).
- LAU K.L.A., *The new Corporate Governance Code for Hong Kong Listed Companies*. Hong Kong Slightly Improves, in CFO Innovation Asia, 18 dicembre 2014.
- LAURINI F., *Commento sub art. 2371 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 147 ss.
- LAVAL S.C., *Communicating transparency: a genre network approach: how do corporate governance codes - the SOX and the Tabaksblad Code - affect Dutch cross-listed companies' corporate communication?*, in NARCIS (National Academic Research and Collaborations Information System), tesi discussa presso l'Università di Utrecht, 2010.
- LAZARIDES T., *Corporate governance law effect in Greece*, in *J. Fin. Reg. Compl.*, 2010, vol. 18, n. 4, 370 ss.
- LEGRAND P., *The Impossibility of Legal Transplants*, in *Maastricht J. Eur. & Comp. Law*, 1997, 111 ss.
- LEHUEDE H., *Board Formation under G20/OECD Principles of Corporate Governance*, Relazione in occasione del seminario Assonime-OECD "Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future", tenutosi a Milano il 13 luglio 2016, consultabile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it).
- LEKVALL P., *The Swedish Corporate Governance Model*, in *The Handbook of International Corporate Governance: a Definitive Guide*, Sterling, VA, Londra-Kogan Page, IOD, 2004, 375 ss.
- LEMME G., *Il voto di lista*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, 357 ss.
- LENER R., *Il ruolo della corporate governance nell'economia globale*, in *Banca impresa società*, 2017, 3 ss.
- LENER R., *Monistico come modello «ottimale» per le quotate? Qualche riflessione a margine del rapporto Consob sulla «corporate governance»*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 35 ss.
- LEUTHEUSSER-SCHNARRENBERGER S., *Der Deutsche Corporate Governance Kodex wird zehn Jahre alt*, in *Die Wirtschaftsprüfung: WPg; der Berater der Wirtschaft; betriebswirtschaftliches Archiv und Fachorgan für das wirtschaftliche Prüfungs- und Treubandwesen*, 2012, vol. 65, n. 6, 1 ss.

- LEV B., *How to Win Investors over: they Want Information - lots of it. The Case for Telling Wall Street more. (The Big Idea)*, in *Harv. Bus. Rev.*, 2011, vol. 89, n. 11, 52 ss.
- LEYENS P.C., *Self-Commitments and the Binding Force of Self-Regulation with Respect to Third Parties in Germany. ECGI Law Working Paper n. 379/2017*, 2017, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/finalleyens.pdf](http://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalleyens.pdf).
- LI H., PINCUS M., REGO S.O., *Market reaction to events surrounding the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *J. Law & Econ.*, 2008, vol. 51, n. 1, 111 ss.
- LIANG H., RENNEBOOG L., *On the Foundations of Corporate Social Responsibility*, in *J. Fin.*, 2017, vol. 72, n. 2, 853 ss.
- LIBERTINI M., *Diritto civile e diritto commerciale. Il metodo del diritto commerciale in Italia (II)*, in *Riv. soc.*, 2013, 13 ss.; in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2015, n. 3, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu).
- LIBERTINI M., *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum P. Abbadessa, a cura di M. Campobasso et al., Utet, Torino, 2014, 1063 ss.
- LIBONATI B., *Il governo del Consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 3 ss., già in ID., *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Diritto, mercato ed etica, Dopo la Crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Università Bocconi Editore, Milano, 2010, 371 ss.
- LICHT A.N., *Culture and Law in Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, a cura di J.N. Gordon e W.-G. Ringe, Oxford University Press, Oxford, 2018, capitolo 13, in corso di pubblicazione.
- LINS K., WARNOCK F., *Corporate governance and the shareholder base*, *IDEAS Work. Pap. Ser. RePEc*, 2004.
- LIPTON M. et al., *Bylaw Protection against Dissident Director Conflict/Enrichment Schemes, Shareholder Activism Update*, 9 maggio 2013, consultabile all'indirizzo [www.scribd.com/embeds/140691513/content?start\\_page=1&view\\_mode=scroll](http://www.scribd.com/embeds/140691513/content?start_page=1&view_mode=scroll).
- LIPTON M. et al., *Shareholder Proposals Relating to the Election of Directors (File No. S7- 17-07): Shareholder Proposals (File No. S7-16-07)*, consultabile all'indirizzo [corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/09/20070920-wlrk-memorandum-sec-proposals-on-shareholder-proxy-access.pdf](http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2007/09/20070920-wlrk-memorandum-sec-proposals-on-shareholder-proxy-access.pdf).
- LIPTON M., *Bite the Apple; Poison the Apple; Paralyze the Company; Wreck the Economy*, in *Harvard Law School Forum*, 26 febbraio 2013.
- LIPTON M., *Dealing with Activist Hedge Funds*, in *Harvard Law School Forum*, 2 giugno 2015.
- LIPTON M., *ISS Addresses Dissident Director Compensation Bylaw*, in *Harvard Law School Forum*, 21 novembre 2013
- LIPTON M., LORSCH Y.W., *A modest proposal for improved corporate governance*, in *Bus. Lawyer*, 1992, vol. 48, n. 1, 59 ss.
- LIPTON M., ROSENBLUM S.A., *Election Contests in the Company's Proxy: an Idea Whose Time has Not Come*, in *Business Lawyer*, 2003, vol. 59, n. 1, 67 ss., a 81.
- LIPTON M., *Some Thoughts for Boards of Directors in 2017*, in *Harvard Law School*, 10 maggio 2016.

- LITAI C., CHUAN L., YONG-CHEOL K., *Financial Characteristics, Corporate Governance and the Propensity to Pay Cash Dividends of Chinese Listed Companies*, in *Int'l Bus. & Mgmt.*, 2011, vol. 3, n. 1, 176 ss.
- LITVAK K., *The effect of the Sarbanes–Oxley Act on non-US companies cross-listed in the US*, in *J. Corp. Fin.*, 2007, vol. 13, n. 2-3, 195 ss.
- LIU H., WANG H., WU L., *Removing Vacant Chairs: Does Independent Directors' Attendance at Board Meetings Matter?*, in *J. Bus. Ethics*, 2016, vol. 133, n. 2, 375 ss.
- LIVINGSTON P., *President's page: Financial experts on audit committees—an overdue implementation*, in *Financial Executive*, 2003, vol. 19, n. 1, 6 ss.
- LO WHITE M.J., *A Few Observations on Shareholders in 2015*, 19 marzo 2015, consultabile all'indirizzo [www.sec.gov/news/speech/observations-on-shareholders-2015.html](http://www.sec.gov/news/speech/observations-on-shareholders-2015.html).
- LORSCH J.W. *et al.*, *Comment addressed to the SEC*, 13 agosto 2009, consultabile all'indirizzo [apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0086/materials/pp2.pdf](http://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0086/materials/pp2.pdf).
- LOVISATTI S., *Sistema monistico e codici di autodisciplina: indipendenza, ma non solo*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, n. 2, 465 ss.
- LU C.X.W., *Unpacking Wolf Packs*, in *Yale Law J.*, 2016, vol. 125, n. 3, 1 ss.
- LUBLIN J.S., *Careers: Boards' longtimers face pressure to move on – asset managers, activists urge companies to find fresh blood; monster beverage and orbital sciences buck the trend*, in *Wall Street J.*, 24 dicembre 2014.
- LUBLIN J.S., *Corporate Leaders Back Best Practices*, in *Wall Street J.*, 21 luglio 2016.
- LUCIANO A.M., *Amministratori indipendenti ed incarichi esecutivi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 354 ss.
- LUO Y., SALTERIO S.E., *Governance Quality in a "Comply or Explain" Governance Disclosure Regime*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2014, vol. 22, n. 6, 460 ss.
- LUTTER M., *Deutscher Corporate Governance Codex*, in *Handbuch Corporate Governance*, a cura di P. Hommelhoff, K.J. Hopt, A. von Werder, Otto Schmidt, Berlino, 2003.
- LUTTER M., *Die Auslegung angeglichenen Rechts*, in *Juristen Zeitung*, 1992, 593 ss.
- LÜTZ S., EBERLE D., LAUTER D., *Varieties of Private Self-Regulation in European Capitalism: Corporate Governance Codes in the UK and Germany*, in *Socio-Econ. Rev.*, 2011, vol. 9, n. 2, 332.
- LUTZ S., KEITHE J., *Advances in Clouds: Research in Future Cloud Computing*, Expert Group Report. Information Society and Media, European Union, Belgium, 2012.
- MA J., KHANNA T., *Independent Directors' Dissent on Boards: Evidence from Listed Companies in China*, *Harvard Business School, Working paper, Paper No. 13-089*, 2013.
- MACAULAY K. *et al.*, *The Impact of a Change in Corporate Governance Regulations on Firms in Canada*, in *Q. J. Fin. & Acct.*, ottobre 2009 vol. 48, n. 4, 29 ss.
- MACEY J.R., *Promises kept, promises broken*, Oxford University Press, Oxford, 2008, 90 ss.
- MACEY J.R., *Their Bark is Bigger than their Bite: an Essay on Who Bleeds When the Wolves Bite*, in *Yale Law. J. Forum*, 2017, vol. 126, 526 ss., consultabile all'indirizzo [www.yalelawjournal.org/forum/their-bark-is-bigger-than-their-bite-an-essay-on-who-bleeds-when-the-wolves-bite](http://www.yalelawjournal.org/forum/their-bark-is-bigger-than-their-bite-an-essay-on-who-bleeds-when-the-wolves-bite).
- MACFADYEN K., *The Other Side of the Bench*, in *Mergers & Acquisitions Report*, agosto 2009, vol. 22, n. 32, 3 ss.

- MACNEIL I., LI X., *Comply or Explain: Market Discipline and Non-Compliance with the Combined Code*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2006, vol. 14, n. 5, 486 ss.
- MAFFEZZONI I., *Contributo allo studio del comitato esecutivo nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 1998.
- MAGNIER V., *Harmonization process for effective corporate governance in the European Union: from a historical perspective to future prospects*, in *J. Law and Society*, 2014, vol. 41, n. 1, 95 ss.
- MAGNIER V., *Le principe "se conformer ou s'expliquer", une consécration en trompe l'œil?*, in *La Semaine Juridique – Entreprise et Affaires*, LexisNexis, 2008, n. 23, 3 ss.
- MALBERTI C., GHEZZI F., VENTORUZZO M., *Commento sub art. 2380*, in *Amministratori*, a cura di F. Ghezzi, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2005, 3 ss.
- MALBERTI C., SIRONI E., *L'adeguamento delle società quotate alla procedura di nomina del consiglio di amministrazione mediante voto di lista: un'analisi empirica*, in *Riv. soc.*, 2008, 724 ss.
- MALBERTI C., *The Board of Directors after the Crisis: the Role of Risk Management in the Recent European Perspectives of Reform*, in AA.VV., *Risques, crise financière et gouvernance: perspectives transatlantiques*, a cura di L. Nurit-Pontier e S. Rousseau, Les Éditions Thémis, Montréal, 2013, 141 ss.
- MALENKO N., SHEN Y., *The Role of Proxy Advisory Firms: Evidence from a Regression-Discontinuity Design*, in *Rev. Fin. St.*, 2016, vol. 29, n. 12, 3394 ss.
- MALLIN C.A., *Corporate Governance Developments in the UK*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, a cura di C.A. Mallin, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 3 ss.
- MALLIN C.A., *International Corporate Governance: a Case Study Approach*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2006.
- MANCINELLI L., OZKAN A., *Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms*, in *Eur. J. Fin.*, 2006, vol. 12, n. 3, 265 ss.
- MANFRELOTTI R., *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della Borsa*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2000, 1007 ss.
- MANGANO R., *Improving the Quality of the Comply or Explain Approach and Introducing Self-Monitoring Through Online Feedbacks*, in *Eur. Company & Fin. Law Rev.*, 2017, vol. 14, n. 3, 435 ss.
- MANGANO R., *La disciplina delle società quotate. Dalla gerarchia delle fonti al MAC. Recenti tendenze*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum P. Abbadessa, a cura di M. Campobasso et al., Utet, Torino, 2014, 389 ss.
- MANNE H.G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *J. Polit. Econ.*, 1965, vol. 73, n. 4, 110 ss.
- MÄNTYSAARI P., *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-maker*, Springer, Berlino-Heidelberg, 2005.
- MARASÀ G., *Commentario agli artt. 2437 s.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Cedam, Padova, 2011, 775 ss.
- MARCHETTI C., *La nexus of contracts theory. Teorie e visioni del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2000.
- MARCHETTI P., *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in *Riv. soc.*, 1996, 418 ss.

- MARCHETTI P., *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 413 ss.
- MARCHETTI P., *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss. e in *Regole del mercato e mercato delle regole il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventrone, Giuffrè, Milano, 2016, 59 ss.
- MARCHETTI P., *Il nuovo Action Plan europeo in materia societaria e di corporate governance*, in *Riv. soc.*, 2013, 225 ss.
- MARCHETTI P., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2012, 37 ss.
- MARCHETTI P., *Introduzione ai lavori della sessione pomeridiana*, in AA.VV., *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2013, 63 ss.
- MARCHETTI P., *L'indipendenza degli amministratori*, in AA.VV., *La corporate governance e il risparmio gestito*, in *Quaderno Assogestioni*, 2006, 17 ss.
- MARCHETTI P., *La regolamentazione delle società quotate*, in *Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*, Roma, 2011, 43 ss.
- MARCHETTI P., *Le Raccomandazioni Consob in materia di controlli societari: un contributo alla riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, I, 193 ss.
- MARCHETTI P., *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di amministrazione nel Codice di Autodisciplina*, in AA.VV., *Scritti in onore Ermanno Bocchini*, tomo II, Cedam, Padova, 2016, 673 ss.
- MARCHETTI P., *Osservazioni sui profili societari alla bozza del TU dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1998, 140 ss.
- MARCHETTI P., *Quale indipendenza per gli amministratori?*, in *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, a cura di P. Bianchini e C. Di Noia, Egea, Milano, 2010, 33 ss.
- MARCHETTI P., *Riforma del collegio sindacale e ruolo dei revisori*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 101 ss.
- MARCHETTI P., *Riforma della disciplina della corporate governance inglese*, in *Riv. soc.*, 2018, in corso di pubblicazione
- MARCHETTI P., *Scolorimento del controllo piramidale e dei patti parasociali*, in *Principio capitalistico. Quo vadis? Atti del convegno di studi in onore di Gian Franco Campobasso*, tenutosi a Pescara nel giugno 2015, a cura di F. Briolini, Giappichelli, Torino, 2016, 63 ss.
- MARCHETTI P., SICILIANO G., VENTORUZZO M., *Dissenting Directors*, *ECGI Law Working Paper n. 332/2016*; in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2017, vol. 18, 659 ss.
- MARCHETTI P., *Sul controllo e sui poteri della controllante*, in *I gruppi di società*, Atti del convegno tenutosi a Venezia, 16-17-18 novembre 1995, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone, vol. II, Giuffrè, Milano, 1996, 1547 ss.
- MARCHETTI P., *Tanto tuonò che piove. Intesa Sanpaolo e il monistico*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 9 ss.
- MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *Corporate Law*, in *International Encyclopedia of Social & Behavioral Sciences*, a cura di N. Smelser e P. Baltes, Elsevier, Londra, 2001, 2803 ss.
- MARCHETTI P., *Verso i quarant'anni della Consob*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, IX ss.
- MARCHETTINI P., *Le remunerazioni del "top management" in Europa: eccessi, crisi, reazioni e convergenza*, in *Analisi giur. econ.*, 2014, 519 ss.

- MARTYNOVA M., RENNEBOOG L., *Evidence on the International Evolution and Convergence of Corporate Governance Regulations*, in *J. Corp. Fin.*, 2011, vol. 17, n. 5, 1531 ss.
- MASSA A., *Globalizzazione e modelli di corporate governance in Europa, tra competizione e convergenza*, in *Storia pol. soc.*, 2004, 116 ss.
- MATERA P., *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 899 ss.
- MATTEI U., *Efficiency in Legal Transplants: An Essay in Comparative Law and Economics*, in *Int'l Rev. Law and Econ.*, 1994, vol. 14, n. 1, 3 ss., consultabile all'indirizzo [works.bepress.com/ugo\\_mattei/14](http://works.bepress.com/ugo_mattei/14).
- MAUGERI M., *Prefazione*, in *Governo delle società quotate e attivismo degli investitori istituzionali*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2013, VII ss.
- MAUGERI M., *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2016, n. 1, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu).
- MAUGERI M., *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.
- MAUGERI M., *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 88 ss.
- MAXWELL J.W. et al., *Self-Regulation and Social Welfare: The Political Economy of Corporate*, in *J. Law & Econ.*, 2000, vol. 43, 583 ss.
- MAYHEW D., *Explaining without stigma*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.pdf](http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/Comply-or-Explain-20th-Anniversary-of-the-UK-Corpo.pdf), a 27 ss.
- MAZZINI F., *Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni*, in *Studi e note di economia*, 2001.
- MAZZONI A., *Le minoranze nella tipologia della realtà*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai*, Atti del convegno, a cura di A. Piras, 2005, Pisa University Press, Pisa, 2005.
- MCADAMS R.H., ULEN T.S., *Empirical and Experimental Methods of Law: Introduction*, in *Univ. Illinois Law Rev.*, 2002, 791 ss.
- MCKERSIE M., *The Stewardship Code and the Pattern of Engagement by Institutional Shareholders with Listed Companies*, in *Cap. Mark. Law J.*, 2010, vol. 5, n. 4, 439 ss.
- MCLURE jr C.E., *Legislative, judicial, soft law, and cooperative approaches to harmonizing corporate income taxes in the US and the EU*, in *Columbia J. Eur. Law*, 2008, vol. 14, n. 5, 377 ss.
- MENCIA J.J., *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 96 ss.
- MERTZANIS H., *Principles of Corporate Governance in Greece*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2001, vol. 9, n. 2, 89 ss.
- MERUZZI G., *I flussi informativi endosocietari nelle società per azioni*, Cedam, Padova, 2012.
- MICHELER E., *Facilitating Investor Engagement and Stewardship*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2013, vol. 14, n. 1, 29 ss.
- MICHIELI N., *Gli amministratori indipendenti nel comitato parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1027 ss.

- MIGNOLI A., *Evoluzione della «company» inglese*, in *Lecture per un corso di diritto commerciale comparato. Estratto per gli studenti*, a cura di T. Ascarelli e A. Mignoli, presentazione di G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2007.
- MIGNOLI A., *Il giurista e il “fatto”*, in *Riv. soc.*, 1979, 1016 ss.
- MIGNOLI A., *La società per azioni. Problemi, letture, testimonianze*, vol. I, Giuffrè, Milano, 2002.
- MIGNOLI A., *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not.*, 1973, 1043 ss.
- MILHAUPT C.J., *Creative Norm Destruction: The Evolution of Nonlegal Rules in Japanese Corporate Governance*, in *Univ. Pennsylvania Law Rev.*, 2001, vol. 6, n. 149, 1 ss.
- MILIC M., *La remunerazione degli amministratori in Europa: l'intervento del legislatore tedesco*, in *Riv. bancaria*, 2012, 7 ss.
- MILLER M.H., MODIGLIANI F., *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, in *J. Bus.*, 1961, vol. 34, n. 4, 411 ss.
- MILLSTEIN I.M., *Sir Adrian Cadbury*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1956.
- MINTZ S.M., *Corporate Governance in an International Context: Legal Systems, Financing Patterns and Cultural Variables*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 5, 584.
- MIRONE A., *Regole di governo societario e assetti statuari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impresa società*, 2017, 33 ss.
- MITCHELL L.E., *The Sarbanes-Oxley Act and the reinvention of corporate governance. (Symposium: Lessons from Enron, How Did Corporate and Securities Law Fail?)*, in *Villanova Law Rev.*, 2003, vol. 8, n. 4, 1189 ss.
- MITTERMEIER M., *Empty Voting: Risikoentleerte Stimmrechtsausübung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft. Schriften zum europäischen und internationalen Privat-, Bank- und Wirtschaftsrecht; Bd. 46*, De Gruyter, Berlino, 2014.
- MODIGLIANI F., MILLER M.H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *Am. Econ. Rev.*, 1958, vol. 48, n. 3, 261 ss.
- MÖLLERS T.M.J., FEKONJA B., *Private Rechtsetzung im Schatten des Gesetzes: Ein Beitrag zur Bindungswirkung privaten Rechts am Beispiel des Deutschen Corporate Governance Kodex und der Deutschen Rechnungslegungs Standards*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 6, 777 ss.
- MOLLO G., MONTESANTO D., *Il controllo societario nel Testo unico della Finanza. Problemi e prospettive di riforma, Quaderni giuridici Consob n. 8*, giugno 2015.
- MONACO P., *Le quote di genere nei corporate boards: profili di diritto comparato*, in AA.Vv., *L'eguaglianza alla prova delle azioni positive*, a cura di F. Spitaleri, Giappichelli, Torino, 2013, 85 ss.
- MONTAGNANI C., *Commento sub art. 2368 c.c.*, in *Assemblea*, a cura di A. Picciau, *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2005, 139 ss.
- MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, I, 707 ss.

- MONTALENTI P., *Amministrazione e controllo nelle società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss.
- MONTALENTI P., BALZOLA S., *La società per azioni quotata*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010.
- MONTALENTI P., *Corporate Governance, consiglio di amministrazione, sistemi di controllo interno: spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2002, 803 ss.
- MONTALENTI P., *Il conflitto di interesse nella riforma del diritto societario*, in G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 197 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto commerciale, oggi: appunti*, in *Orizzonti del diritto commerciale. Rivista telematica*, 2015, n. 3, consultabile all'indirizzo rivistaodc.eu.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 1068 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV. *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Giuffrè, Milano, 2014, 13 ss.
- MONTALENTI P., *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive*, in AA.VV., *Il sistema dei controlli interni nelle società quotate: i risultati di una ricerca*, a cura di A. Alfano *et al.* - Osservatorio della Camera di Commercio di Milano, Il Sole 24 Ore, Milano, 2010, 99 ss.
- MONTALENTI P., *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Jaeger*, a cura di M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2010.
- MONTALENTI P., *L'amministrazione sociale dal testo unico alla riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 422 ss.
- MONTALENTI P., *Nuove clausole generali nel diritto commerciale tra civil law e common law*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2015, 133 ss.
- MONTALENTI P., *Presidente, comitato esecutivo e amministratori delegati*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Cottino *et al.*, Zanichelli, Bologna, 2004, vol. 1, 678 ss.
- MONTALENTI P., *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2011.
- MONTALENTI P., *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in AA.VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2010, 437 ss.
- MOORE M.T., *Whispering Sweet Nothings': The Limitations of Informal Conformance in UK Corporate Governance*, in *J. Corp. Law St.*, 2009, vol. 9, n. 1, 95 ss.
- MORERA U., *Sulle ragioni dell'equilibrio di genere negli organi delle società quotate e pubbliche*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, II, 155 ss.
- MORRIS R.K., *Reacting To Shareholder Proxy Access Proposals. (American Federation of State, County and Municipal Employees v. American International Group Inc.)*, in *Mondaq Business Briefing*, 11 ottobre 2011.
- MORRIS-ECK B., *Increasing interaction*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- MOSCA C., *Attivismo degli azionisti, voto di lista e "azione di concerto"*, in *Riv. soc.*, 2013, 118 ss.

- MOSCA C., *Behind the Scenes: Directors that Speak to Shareholders in the Context of Market Fairness*, 2018, in corso di pubblicazione.
- MOSCA C., *Comportamenti di concerto e patti parasociali*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Egea, Milano, 2011, 449 ss.
- MOSCA C., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, in corso di pubblicazione.
- MOSCA C., *I principi di funzionamento del sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, *Liber amicorum G.F. Campobasso*, a cura di P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 735 ss.
- MOSCO G.D., LOPREIATO S., *Brevi note su opportunità e limiti attuali del sistema monistico*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2016, n. 1, 51 ss.
- MOSTACCI E., *La soft law nel sistema delle fonti: uno studio comparato*, Cedam, Padova, 2008.
- MUCCIARELLI G., *Primum observare: le radici antiche della moderna corporate governance*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002.
- MUELLER, D.C., *The Economics and Politics of Corporate Governance in the European Union*, in *The Economics and Politics of Corporate Governance in the European Union*, Oxford University Press, Oxford, 2006, 3 ss.
- MURPHY SMITH L., *Audit committee effectiveness: did the blue ribbon committee recommendations make a difference?*, in *Int'l J. Acct., Auditing & Performance Evaluation*, 2006, vol. 3, n. 2, 240 ss.
- NAUMANN K.-P., *Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex 2017 beschlossen*, in *WPg*, 2017, vol. 70, n. 6, 297.
- NEDELICHEV M., *Good practices in corporate governance: One-size-fits-all vs. comply-or-explain*, in *Int'l J. Bus. Admin.*, 2013, vol. 4, n. 6, 75 ss.
- NEGRI CLEMENTI A., FEDERICI F.M., *La "sostituzione" degli amministratori di società quotate cessati in corso di mandato: voto di lista, principio maggioritario*, in *Soc.*, 2011, 194 ss.
- NERANTZIDIS M., *Measuring the quality of the "comply or explain" approach*, in *Managerial Auditing J.*, 2015, vol. 30, n. 4/5, 373 ss.
- NERANTZIDIS M., *Recent Corporate Governance Developments in Greece*, in *Corp. Gov.: Int'l J. for Effective Board Performance*, 2014, vol. 14, n. 3, 281 ss.
- NIETSCH M., *Corporate Governance and Company Law Reform: A German Perspective*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 3, 368 ss.
- NIGRO A., *La remunerazione degli amministratori e degli alti dirigenti delle banche*, in *Dir. banca mer. fin.*, 2013, 11 ss.
- NILI Y., KASTIEL K., *"Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite*, in *Wisconsin Law Rev.*, 2017, n. 1, 19 ss.
- NILI Y., *Out of Sight Out of Mind: the Case for Improving Director Independence Disclosure*, in *J. Corp. Law*, 2017, vol. 43, n. 1, 35 ss.
- NILI Y., *Servants of Two Masters? The Feigned Hysteria over Activist-Paid Directors*, in *U. Penn. J. Bus. Law*, 2016, vol. 18, n. 2, 511 ss.
- NILI Y., *The 'New Insiders': Rethinking Independent Directors' Tenure*, in *Hastings Law J.*, 2016, vol. 67,

n. 6, 97 ss.

- NILI Y., *The Changing Landscape of Corporate Governance: Innovative Activist Players and the Need to Rethink Traditional Corporate Paradigms*, 2015, consultabile all'indirizzo [www.wlrk.com/docs/PDFPacketSucceedingwiththeNewParadigm.pdf](http://www.wlrk.com/docs/PDFPacketSucceedingwiththeNewParadigm.pdf).
- NISCO S., *False comunicazioni circa l'applicazione delle regole previste nei codici di comportamento delle società quotate*, in *Le nuove regole del mercato finanziario: la legge 28 dicembre 2005, n. 262. Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari. Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano e F. Roversi Monaco, Cedam, Padova, 2009, 693.
- NOONAN G., *If not, why not?*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- NORDBERG D., *Cadbury and a Road Not Taken: Contestation Over Board Design and Development of UK Corporate Governance*, 23 maggio 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2972545](http://ssrn.com/abstract=2972545).
- NORDBERG D., McNULTY T., *Creating better Boards through Codification: Possibilities and Limitations in UK Corporate Governance, 1992-2010*, in *Bus. History*, 2013, vol. 55, n. 3, 348 ss.
- NORMAN W., *Business Ethics as Self-Regulation: Why Principles that Ground Regulations Should Be Used to Ground Beyond-Compliance Norms as Well*, in *J. Bus. Ethics, Ethics, Corporations, and Governance*, 2011, vol. 102, supp. 1, 43 ss.,
- NORTON J.J., RICKFORD J., *Corporate Governance Post-Enron, Comparative and International Perspectives, British Institute of International and Comparative Law*, Londra, 2005, 435 ss.
- NOTARI M., BERTONE J., *Commento sub art. 2359 c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Giuffrè-Edgea, Milano, 2008, 665 ss.
- NOTARI M., *Intervento in occasione del convegno Interesse dell'impresa e posizioni soggettive nell'evoluzione del diritto societario. Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Ciclo di seminari per Francesco Denozza*, tenutosi presso l'Università Statale di Milano il 10 ottobre 2016.
- NOTARI M., *La nozione di controllo nella disciplina antitrust*, Giuffrè, Milano, 1996.
- NOTARI M., STELLA RICHTER jr M., *Adeguamenti statutari e voto a scrutinio segreto nella legge sul risparmio*, in *Soc.*, 2006, 533 ss.
- O'CALLAGHAN T., *Reputation Risk and Globalisation. Exploring the Idea of a Self-Regulating Corporation*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2016.
- OCCELLI F., *L'esperienza del Regno Unito: "Not just the Right Thing, but the Bright Thing"*, in *Giur. it.*, 2015, 2276 ss.
- OFFE C., *Governance: An "Empty Signifier"?*, in *Constellations*, 2009, vol. 16, n. 3, 550 ss.
- OGUS A., *Competition between National Legal Systems: a Contribution of Economic Analysis to Comparative Law*, in *Int'l and Comp. Law Q.*, 1999, vol. 48, n. 2, 405 ss.
- OGUS A., *Rethinking self-regulation*, in *Oxford J. Legal St.*, 1995, vol. 15, n. 1, 97 ss.
- OLSEN B.E., SORENSEN K.E., *Strengthening the Enforcement of CSR Guidelines: Finding a New Balance Between Hard Law and Soft Law*, in *Legal Issues of Economic Integration*, febbraio 2014, vol. 41, n. 1, 9 ss.
- OLSON J., *UK and EU Corporate Governance Developments. Update*, in *Harvard Law School Forum*, 2 dicembre 2012.

- OLSON J.F., ADAMS M.T., *Composing a Balanced and Effective Board To Meet New Governance Mandates*, in *Bus. Law.*, vol. 59, n. 2, 2004, 421 ss., a 445 s.
- OPPO G., *La privatizzazione dell'impresa pubblica: profili societari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 771 ss.
- OPPO G., *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, 361 ss.
- PACCES A., *Rethinking Corporate Governance*, Routledge, Londra, 2012.
- PACIELLO A., *Commento sub art. 2437*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, II, 1113 ss.
- PACLOT Y., *La juridicité du code AFEP/MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, in *Rev. sociétés*, 2011, n. 7, 395 ss.
- PAGE A.C., *Self-Regulation and Codes of Practice*, in *J. Bus. Law*, 1980, 24 s.
- PALÁ-LAGUNA R., ESTEBAN-SALVADOR L., *Gender Quota for Boards of Corporations in Spain*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2016, vol. 17, n. 3, 379 ss.
- PALMITER A., *Le caratteristiche fondamentali dell'ordinamento statunitense delle società commerciali ("Corporations") ed il futuro dell'amministrazione e controllo societario ("Corporate governance") dopo il caso "Enron", "Corporate Governance" e nuovo diritto societario. Atti alla Prolusione all'Anno Accademico 2003-2004. Scuola di Notariato della Lombardia, Milano, 4 ottobre 2003*, in *Notariato: rassegna sistematica di diritto e tecniche contrattuali. Quaderni, n. 10*, a cura di C. Granelli et al., 2003, 29 ss.
- PANNIER M., RICKFORD J., *Corporate governance disclosures in Europe*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2005, vol. 16, n. 5, 975 ss.
- PARKER C., *Meta-Regulation: Legal Accountability for Corporate Social Responsibility*, in *The new Corporate Accountability: Corporate Social Responsibility and the Law*, a cura di D. McBarnet et al., 2007, 33 ss.
- PARKER J., *Commercial freedom, sound governance*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- PARKER S.L., *The Folly of Rule 14a-11: Business Roundtable v. SEC and the Commission's next Step*, in *American Univ. Law Rev.*, 2012, vol. 61, n. 3, 715 ss.
- PARMEGGIANI F., *Il collegio sindacale e il comitato per il controllo interno: una convivenza possibile?*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 306 ss.
- PARTESOTTI G., *Assemblea ordinaria in seconda convocazione di S.p.A. e norme particolari statutarie sulla nomina degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 1975, II, 273 ss.
- PARTNOY F., THOMAS R., *Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*, in *New Financial Instruments and Institutions: Opportunities and Policy Challenges*, a cura di Y. Fuchita e R.E. Litan, Brookings Institution Press, Washington, D.C. - Nomura Institute of Capital Markets Research, Japan, 2007, 101 ss.
- PARUM E., *Corporate Governance and Corporate Identity*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2006, vol. 14, n. 6, 558 ss.
- PASS C., *The Revised Combined Code and Corporate Governance*, in *Mgmt. Law*, 2006, vol. 48, n. 5, 467 ss.
- PASSADOR M.L., *Appunti sulla nuova nozione di controllo. Tra principi LAS/IFRS e diritto societario*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, n. 1, 201 ss.
- PASSADOR M.L., *Profili di governance derivanti dal d.lgs. 231/2001: autodisciplina ed esperienza comparata*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2015, n. 2, 97 ss.

- PAVLOU C., BOKOROU I., *Greece: corporate governance*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, 2003, vol. 22, n. 10, 109 ss.
- PERASSI M., *Consiglieri indipendenti e di minoranza*, in *Analisi giur. econ.*, 2007, n. 2, 343 ss.
- PERKINS R.B., *Foreword to AMERICAN LAW INSTITUTE, Principles of Corporate Governance*, Philadelphia, XIX, 1994.
- PERSSON T., KARSBERG H., ARTSBERG K., *Swedish Code of Corporate Governance: a Study of the Compliance with the Code Among Swedish Listed Companies*, Paper discusso presso l'Università di Uppsala, 2005, Högskolan i Jönköping, Internationella Handelshögskolan, IHH, Företagsekonomi.
- PESCE A., *Amministrazione e delega di potere amministrativo nella società per azioni: (comitato esecutivo e amministratore delegato)*, *Studi di diritto privato*, n. 8, Giuffrè, Milano, 1969.
- PETTITI P., *Struttura del comitato esecutivo e responsabilità solidale del consiglio*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Giuffrè, Milano, 1995, 97 ss.
- PICOU A., RUBACH M.J., *Does Good Governance Matter to Institutional Investors? Evidence from the Enactment of Corporate Governance Guidelines*, in *J. Bus. Ethics*, 2006, vol. 65, n. 2, 55 ss.
- PIETRANCOSTA A., *Enforcement of Corporate Governance Codes: a Legal Perspective*, in *Rev. trim. droit fin.*, 2011, n. 1-2, 27 ss.
- PINTO A.R., *The European Union's Shareholder Voting Rights Directive from an American Perspective: Some Comparisons and Observations*, in *Fordham Int'l Law J.*, 2008-2009, vol. 32, n. 2, 587 ss.
- PINTO M., *The Role of Institutional Investors in the Corporate Governance*, *German Working Papers in Law and Economics*, 2006, vol. 1, consultabile all'indirizzo [down.cenet.org.cn/upfile/36/2007325162549131.pdf](http://down.cenet.org.cn/upfile/36/2007325162549131.pdf).
- PISANI MASSAMORMILE A., *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 237 ss.
- PISTOCCHI C., *Appunti sul Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 171 ss.
- PLAZZI A., TOROUS W.N., *Does Corporate Governance Matter? Evidence from the AGR Governance Rating*, in *Swiss Finance Institute Research Paper No. 54*, 2016, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2836370](http://ssrn.com/abstract=2836370).
- PLENDER J., *A work in progress*, in *Comply or Explain. 20<sup>th</sup> Anniversary of the UK Corporate Governance Code*, novembre 2012.
- PLENDER J., *Cutting through the compromise*, in *Financial Times*, 17 marzo 2003.
- PLUCHART J.-J., *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise Le principe «se conformer ou expliquer» en droit boursier*, in *Vie & Sciences de l'Entreprise*, 2011, n. 188, 95-96.
- PORTALE G.B., *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 s.
- PORTALE G.B., *Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profilo storico comparatistico*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 39 ss.
- PORTALE G.B., *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.
- POSNER C., *Proxy Access Test Drive Hits a Wall*, in *Harvard Law School Forum*, 2 dicembre 2016.
- POULLE J.-B., *Réflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise - Le principe «se conformer ou expliquer» en droit boursier*, L'Harmattan, Parigi, 2011.
- POUND R., *Law in Books and Law in Action*, in *American Law Rev.*, 1910, vol. 44, 118 ss.

- POWER M., *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford, 2007, 153.
- PREITE D., *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 549 ss.
- PRENTICE D.D., *Aspects of the Corporate Governance Debate*, in *Contemporary Issues in Corporate Governance*, a cura di D.D. Prentice e P.R. Holland, Clarendon Press, Oxford, 1993, 25 ss.
- PRESTI G., MACCABRUNI F., *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *Analisi giur. econ.*, 2003, 97 ss.
- PRESTI G., *Take the “AAA” train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 251 ss.
- PRESTI G., *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 47 ss.
- PRICE R., ROMÁN F.J., ROUNTREE B., *The impact of governance reform on performance and transparency*, in *J. Fin. Econ.*, 2011, vol. 99, n. 1, 76 ss.
- PROCACCIA U., *A New Corporate Law for Israel*, 1989, 342.
- PROFUSEK R., THOMAS L., GANSKE L., *Debate About “Golden Leash” Payments To Director Nominees Continues*, in *Mondaq Business Briefing*, 11 gennaio 2016.
- PROVIDENTI S., *Il sistema monistico di amministrazione e controllo*, in AA.VV., *Le società commerciali: organizzazione, responsabilità e controlli. Profili applicativi a dieci anni dalla “Riforma Vietti”*, a cura di M. Vietti, Utet, Torino, 2014, 417 ss.
- PUCCI E., *Il parere degli amministratori indipendenti nelle operazioni con parti correlate: profili funzionali*, in *Riv. dir. priv.*, 2014, 352 ss.
- PUCHETA-MARTÍNEZ M.C., BEL-OMS I., *The Board of Directors and Dividend Policy: the Effect of Gender Diversity*, in *Ind. & Corp. Change*, 2016, vol. 25, n. 3, 523 ss.
- PUCHNIAK D.W., KIM K.S., *Varieties of Independent Directors in Asia: A Taxonomy*, in *Independent Directors in Asia: a Historical, Contextual and Comparative Approach*, a cura di D.W. Puchniak, H. Baum e L. Nottage, Cambridge University Press, Cambridge, 2017, 89 ss.
- PUCHNIAK D.W., LAN L.L., *Independent Directors in Singapore: Puzzling Compliance Requiring Explanation*, NUS - Centre for Law & Business Working Paper No. 15/03; NUS Law Working Paper No. 2015/006; NUS - Centre for Asian Legal Studies Working Paper No. 15/06, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2604067](http://ssrn.com/abstract=2604067).
- QUAN Y., LI S., *Are academic independent directors punished more severely when they engage in violations?*, in *China J. Acct. Research*, 2017, vol. 10, n. 1, 71 ss.
- RADICATI DI BROZOLO L., *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum P. Abbadessa*, a cura di M. Campobasso et al., Utet, Torino, 2014, 407 ss.
- RAINELLI P., *Commento sub art. 2386*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino et al., Zanichelli, Bologna, 2004, 710.
- READ W.J., RAGHUNANDAN K., *The State of Audit Committees Research shows the right expertise improves their quality*, maggio 2001, consultabile all'indirizzo [www.jofaccountancy.com/issues/2001/may/thestateofauditcommittees.html#sthash.laoGx6Fi.dpuf](http://www.jofaccountancy.com/issues/2001/may/thestateofauditcommittees.html#sthash.laoGx6Fi.dpuf).
- REBOA M., *Il consiglio di amministrazione: codici di autodisciplina e nuovo diritto societario*, in *Riv. dott.*

- comm.*, 2005, 819 ss.
- REBOA M., *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, I, 2010, 657 ss.
- REDDY K., LOCKE S., SCRIMGEOUR F., *The Efficacy of Principle-Based Corporate Governance Practices and Firm Financial Performance: an Empirical Investigation*, in *Int. J. Mgmt. Finance*, 2010, vol. 6, n. 3, 190 ss.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, in *Riv. dir. soc.* 2008, 237 ss.
- REGOLI D., *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 385 ss.
- REID A.S., *Internationalisation of Corporate Governance Codes of Conduct*, in *Business Law Rev.*, 2003, 235.
- REISBERG A., *Corporate Law in the UK After Recent Reforms: The Good the Bad and the Ugly*, in *Current Legal Problems*, 2010, vol. 63, n. 1, 315 ss.
- REISBERG A., *The Notion of Stewardship From a Company Law Perspective Redefined and Re-Assessed in Light of the Recent Financial Crisis?*, in *J. Fin. Crime*, 2011, vol. 18, n. 2, 126 ss.
- REISBERG A., *The UK Stewardship Code: On the Road to Nowhere?*, in *J. Corp. Law Stud.*, 2015, vol. 15, n. 2, 217 ss.
- RENDERS A., GAEREMYNCK A., SERCU P., *Corporate-Governance Ratings and Company Performance: a Cross-European Study*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2010, vol. 18, n. 2, 87 ss.
- RESCIGNO M., "Corporate governance" e riforma del diritto societario, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 449 ss.
- RESCIGNO P., *Introduzione*, in AA.VV., *La nuova legge di tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2007.
- RESCIO G.A., *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in AA.VV., *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Giuffrè, Milano, 2008, 87 ss.
- RESCIO G.A., *Il mutamento di sistema organizzativo nella s.p.a.*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum A. Piras, Giappichelli, Torino, 2010, 232 ss.
- RHODE D.L., PACKEL A.K., *Diversity on Corporate Boards: How Much Difference Does Difference Make?*, in *Delaware J. Corp. Law*, 2014, vol. 39, 377 ss.
- RIGOTTI M., *Nomina di amministratori e sindaci "di minoranza": una raccomandazione Consob*, in *Riv. soc.*, 2009, 573 ss.
- RINGLEB H.-M. et al., *Deutscher Corporate Governance Kodex: Kodex-Kommentar*, C.H. Beck, Monaco di Baviera, 2018.
- RISPOLI FARINA M., *Le agenzie di rating*. Atti del convegno tenutosi a Salerno, 8-9 novembre 2012, a cura di A. Prencipe, Giuffrè, Milano, 2014.
- RISSE T., *Regieren in "Räumen begrenzter Staatlichkeit": Zur Reisefähigkeit des Governancekonzeptes*, in *Governance in einer sich wandelnden Welt*, a cura di G. Folke e Schuppert-M. Zürn, 2008, 149 ss.
- RIVIERE A., *The Future of Hedge Fund Regulation: a Comparative Approach*, in *Richmond J. Glob. Law Bus.*, 2011, vol. 10, n. 3, 263 ss.
- RIZZARDO D., *Poteri del Presidente dell'assemblea*, Nota a Trib. Brescia, ord., 3 giugno 2009, in *Corr. giur.*, 2010, 1513 ss.
- ROACH L., *The UK Stewardship Code*, in *J. Corp. Law St.*, 2011, vol. 11, n. 2, 463 ss.

- ROCK E., *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, in *Georgetown Law J.*, 1991, vol. 79, n. 3, 445 ss.
- RODRIGUES U., *The Fetishization of Independence*, in *J. Corp. Law*, 2008, vol. 33, n. 2, 447 ss.
- RODRIGUEZ N.R., *Kahn v. M&F Worldwide Corp.: risking too much on ab initio conditions*, in *J. Bus. Technol. Law*, 2015, vol. 10, n. 1, 112 ss.
- ROE M.J., *A Political Theory of American Corporate Finance*, in *Columbia Law Rev.*, 1991, vol. 91, n. 1, 10 ss.
- ROE M.J., *Comparative Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, a cura di P. Newman, Macmillan Reference, Londra, UK; Stockton Press, New York, NY, USA 1998, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=11366](http://ssrn.com/abstract=11366).
- ROE M.J., *Delaware's Competition*, in *Harvard Law Rev.*, 2003, vol. 117, n. 2, 588 ss.
- ROE M.J., GORDON J.N., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- ROE M.J., *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.
- ROE M.J., *The Corporate Shareholder's Vote and its Political Economy, in Delaware and in Washington*, in *Harvard Business Law Rev.*, Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2011-94, 2012, vol. 2, 1 ss., consultabile all'indirizzo [www.hblr.org/wp-content/uploads/2012/07/HLB204.pdf](http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2012/07/HLB204.pdf).
- ROE M.J., *The Inevitable Instability of American Corporate Governance, Discussion paper (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business)*, n. 493, 2004.
- ROE M.J., *The Institutions of Corporate Governance*, in *The Institutions of Corporate Governance*, in *Handbook of New Institutional Economics*, a cura di C. Ménard e M.M. Shirley, Springer, Dordrecht, 2005; *Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 488*, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=612362](http://ssrn.com/abstract=612362).
- ROE M.J., *Three Ages of Bankruptcy*, aprile 2017, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2871625](http://ssrn.com/abstract=2871625).
- ROE M.J., VATIERO M., *Corporate Governance and its Political Economy, John M. Olin Discussion Paper Series Paper No. 827, Harvard Law School*, maggio 2015, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2588760](http://ssrn.com/abstract=2588760).
- ROMAGNOLI G., *Corporate governance, Shareholders e Stakeholders; interessi e valori reputazionali*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 355 ss.
- ROMANO R., *Less is more: making institutional investor activism a valuable mechanism of corporate governance*, in *Yale J. Reg.*, 2001, vol. 18, n. 2, 174 ss.
- RONDINONE N., *I principi della L. n. 366/2001 in tema di composizione e competenze nell'organo amministrativo delle s.p.a.*, in *Soc.*, 2002, 414 ss.
- RORDORF R., *Gli amministratori indipendenti*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 143 ss.
- RORDORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773 ss.
- ROSAPEPE R., *Corretta amministrazione, codici di comportamento e informazione*, in *Riv. soc.*, 2008, 186 ss.
- ROSE C., DOLATA K.M., *Corporate Governance i danske børsnoterede selskaber, Revision og Regnskabsvæsen* 79, n. 12, 2010, 46 ss.

- ROSE C., *Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance*, in *Eur. Mgmt. J.*, 2016, vol. 34, n. 3, 202 ss.
- ROSE P., *EU Company Law Convergence Possibilities After Centros*, in *Transnational Law and Contemporary Problems*, 2001, vol. 11, n. 1, 120 ss.
- ROSS S.A., *Disclosure Regulation in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signaling Theory*, in *Issues in Financial Regulation: Regulation of American Business and Industry*, a cura di F.R. Edwards, McGraw-Hill, New York, 1979, 177 ss.
- ROSSI G., *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 1315 ss.
- ROSSI G., *Le c.d. regole di "corporate governance" sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, in *Riv. soc.*, 2001, 13 ss.
- ROSSI S., *Luci e ombre dei codici etici d'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 23 ss.
- ROTH G.H., *The spirit of corporate law: core principles of corporate law in continental Europe*, C.H. Beck, Monaco - Nomos, Baden-Baden, 2013.
- ROTH M., *Entwicklung des Aktienrechts und des Aufsichtsrats Aktiengesetz und Deutscher Corporate Governance Kodex im internationalen Vergleich*, in *Festschrift für Theodor Baums zum siebzigsten Geburtstag*, 2017, 1023 ss.
- RUBINO DE RITIS M., *L'introduzione delle c.d. quote rosa negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 309 ss.
- RUFFINI E., *Il principio maggioritario. Profilo storico*, Adelphi, Milano, 2002.
- RULLI E., *Sistema monistico e codici di autodisciplina: indipendenza, ma non solo*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 123 ss.
- RUSSELL R.L., *Mere personal friendship, standing alone, is insufficient to raise a reasonable doubt regarding a director's independence*, in *Transactions: Tenn. J. Bus. Law*, 2005, vol. 6, n. 2, 496 ss.
- SACCHI R., *Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti*, in AA.VV., *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, Milano, 2011.
- SACCO GINEVRI A., *Verso lo "staggered board" nelle banche e nelle società quotate italiane*, Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del diritto commerciale". "L'influenza del diritto europeo sul diritto commerciale italiano: valori, principi, interessi?", Relazione tenutasi in Roma il 26-27 febbraio 2016.
- SACCO GINEVRI A., *Why Staggering Italian Banks's Boards in a World of Destaggering?*, in *Riv. triv. dir. econ.*, 2016, I, 49 ss.
- SACCO R., *Introduzione al diritto comparato*, in *Trattato di diritto comparato*, diretto da R. Sacco, Utet, Torino, 1992.
- SAENGER I., *Disclosure and Auditing of Corporate Social Responsibility Standards: The Impact of Directive 2014/95/EU on the German Companies Act and the German Corporate Governance Code*, in AA.VV., *Corporate Governance Codes for the 21st Century*, a cura di J.J. du Plessis e C.K. Low, Springer, Berlino, 2017, 261 ss.
- SAITTA A., *La civiltà contemporanea*, Laterza, Bari, 1975.
- SALACUSE J.W., *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2003, vol. 14, n. 5, 477.

- SALAFIA V., *Condizioni per la validità delle deliberazioni assembleari e approvazione del bilancio*, in *Soc.*, 2004, 897 ss.
- SALANITRO N., *La tutela delle minoranze nelle assemblee delle società quotate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 681 ss. e in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di A. Cerrai*, Atti del convegno, a cura di A. Piras, 2005, Pisa University Press, Pisa, 2005.
- SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 1 ss.
- SALTERIO S.E., CONROD J.E.D., SCHMIDT R.N., *Canadian Evidence of Adherence to "Comply or Explain" Corporate Governance Codes: an International Comparison*, in *Accounting Perspectives*, 2013, vol. 12, n. 1, 23 ss.
- SÁNCHEZ P.C., SÁNCHEZ BALLESTA J.P., MECA E.G., *Factores explicativos del buen gobierno en la empresa española*, in *Revista de Contabilidad*, 2012, vol. 15, n. 2, 237 ss.
- SANDRELLI G., *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Egea, Milano, 2017.
- SANFILIPPO P.M., *Funzione amministrativa e autonomia statutaria*, Giappichelli, Torino, 2000.
- SANFILIPPO P.M., *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, 929 ss. e in *Le fonti private del diritto commerciale*. Atti del Convegno di studi tenutosi a Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Giuffrè, Milano, 2008, 327 ss.
- SANFILIPPO P.M., *Il presidente del Consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 441 ss.
- SANGUINETTI A., *L'autodisciplina in materia di "corporate governance"*, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2013, 133 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *Il principio di ragionevolezza nella disciplina della remunerazione degli amministratori. Considerazioni in tema di sistemi di remunerazione variabile di managers di società quotate*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum G.F. Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. II, Utet, Torino, 2006, 361 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 341 ss.
- SARALE M., *Quote di genere e sistema monistico: precisazioni e omissioni nella legge Golfo Mosca*, in *Analisi giur. econ.*, 2016, n. 1, 213 ss.
- SCAFIDI A., *Commento all'art. 147-quarter*, in *Il testo unico della finanza. Le leggi commentate*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Utet, Torino, 2012, 1952 ss.
- SCALFI G., *Clausole particolari per la nomina di amministratori di società per azioni (art. 2368, comma 1, c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1971, 40 ss.
- SCHIUMA L., *Il sistema monistico: il consiglio di amministrazione ed il comitato per il controllo sulla gestione*, in *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, diretto da M. Vietti, Egea Milano, 2013.
- SCHIUMA L., *Le competenze dell'organo di controllo sull'assetto organizzativo della spa nei diversi sistemi di governance*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, II, 57 ss.
- SCHLESINGER P., *Il Codice di Autodisciplina per le società quotate*, in *Corr. giur.*, 1999, 1455 ss.

- SCHMIDT R.H., SPINDLER G., *Path dependence and complementarity in corporate governance*, in *Convergence and Persistence*, in *Corp. gov.*, a cura di J.N. Gordon e M.J. Roe, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- SCHMIDT-SCHMIEDEBACH B., *Stiftung und Governance Kodex: Ein Comply-or-Explain-Mechanismus zur Lösung des Kontrollproblems der Stiftung*, Springer Fachmedien, Wiesbaden, 2016.
- SCHNEIDER U.H., *Die "Corporate-Governance-Grundsätze,, der Grundsatzkommission Corporate Governance*, in *Die Aktiengesellschaft: AG; Zeitschr. für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, 2000, vol. 45, n. 3, 106 ss.
- SCHOENHERR R.A., BLAU P.M., *The structure of organizations*, Basic Books, New York, 1971.
- SCHOUTEN M.C., *The Decoupling of Voting and Economic Ownership. Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen*, n. 88, Kluwer, Deventer, 2012.
- SCHUSTER G., *Zur Stellung der Anteilseigner in der Sanierung*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2010, vol. 39, n. 2-3, 325 ss.
- SCHWARTZ A.A., *Financing Corporate Elections*, in *Iowa J. Corp. Law*, 2016, vol. 41, vol. 4, 863 ss.
- SCHWARTZ M.S., *A Code of Ethics for Corporate Code of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2002, vol. 41, n. 1/2, 27 ss., 39 ss.
- SCOTTI CAMUZZI S., *Il potere di controllo degli amministratori "di minoranza" (membro del comitato esecutivo con "voto consultivo"?)*, in *Riv. soc.*, 1980, 785
- SEAN C., KEVIN C., *Cloud Computing Technologies*, in *Int'l J. Cloud Computing & Services Science*, 2012, vol. 1, n. 2, 59 ss.
- SECONDO R., *L'attuazione della direttiva record date: profili di criticità e soluzioni interpretative (II parte)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 18 ss.
- SEIBERT U., *Im Blickpunkt: der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da*, in *Betriebs-Berater : BB ; Zeitschrift für Recht und Wirtschaft*, 2002, vol. 57, n. 12, 581 ss.
- SEIDL D., *Regulating Organizations through Codes of Corporate Governance*, *IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 2006, 15-17; *Working paper series, Centre for Business Research, University of Cambridge*, 2006, 338; consultabile all'indirizzo [www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user\\_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp338.pdf](http://www.cbr.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/centre-for-business-research/downloads/working-papers/wp338.pdf).
- SEIDL D., SANDERSON P., ROBERTS J., *Applying the 'comply-or-explain' Principle: Discursive Legitimacy Tactics with regard to Codes of Corporate Governance*, in *J. Mgmt. & Gov.*, 2013, vol. 17, n. 3, 791 ss.
- SEIDL D., *Standard Setting and Following in Corporate Governance: an Observational- Theoretical Study of the Effectiveness of Governance Codes*, in *Organization*, 2007, vol. 14, n. 5, 705 ss.
- SERGAKIS K., *EU Corporate Governance: A New Supervisory Mechanism for the 'Comply or Explain' Principle?*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2013, 394 ss.,
- SHAPIRA R., *A Reputational Theory of Corporate Law*, in *Stanford Law & Policy Rev.*, 2015, vol. 26, n. 1, 1 ss.
- SHAPIRA R., *Corporate Philanthropy as Signaling and Co-optation*, in *Fordham Law Rev.*, vol. 80, n. 5, 2012, 1889 ss., successivamente rivista e pubblicata quale primo *essay* della S.J.D. Dissertation discussa presso la Harvard Law School (Cambridge, MA, USA), 2014, 29 ss.
- SHAPIRA R., *Reputational Sanctions in the Shadow of the Law*, S.J.D. Dissertation discussa presso la Harvard Law School, Cambridge, MA, USA, 2014, 107 ss.

- SHAPIRO LUND D., *The Case Against Passive Shareholder Voting*. University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 829, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2992046](http://ssrn.com/abstract=2992046); in *J. Corp. Law*, 2018, in corso di pubblicazione.
- SHARFMAN B.S., *Moving Forward on Unwinding Proxy Access*, in *Oxford Business Law Blog*, 8 gennaio 2017, consultabile all'indirizzo [www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/moving-forward-unwinding-proxy-access](http://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/01/moving-forward-unwinding-proxy-access).
- SHARMA V., *Independent directors and the propensity to pay dividends*, in *J. Corp. Fin.*, 2011, vol. 17, n. 4, 1001 ss.
- SHAUKAT A., *To Comply or Not to Comply: Evidence on Changes and Factors Associated with the Changes in Compliance with the UK Code of Corporate Governance*, 2008, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=1101412](http://ssrn.com/abstract=1101412).
- SHEHATA N.F., *Development of corporate governance codes in the GCC: an overview*, in *Corp. Gov.*, 2015, vol. 13, n. 3, 315 ss.
- SHELTON D.L., *Commitment and Compliance: the Role of Non-Binding Norms in the International Legal System*, Oxford University Press, Oxford-New York, 2000.
- SHLEIFER A., VISHNY A.W., *A Survey of Corporate Governance*, in *J. Fin.*, 1997, vol.52, n. 2, 737 ss.
- SHORT J.L., *Self-Regulation in the Regulatory Void: "Blue Moon" or "Bad Moon"?*, in *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, settembre 2013, vol. 649, n. 1, 22 ss.
- SIEMS M.M., ALVAREZ-MACOTELA O.S., *The G20/OECD Principles of Corporate Governance 2015: A Critical Assessment of Their Operation and Impact*, in *J. Business Law*, 2017, n. 4, 310 ss.
- SIEMS M.M., CABRELLI D., *Form, Style and Substance in Comparative Company Law*, in AA.VV., *Comparative Company Law: a Case-Based Approach*, a cura di M. Siems e D. Cabrelli, Hart Publishing, Portland, OR, 2013, 363 ss.
- SIEMS M.M., *Convergence in Corporate Governance - A Leximetric Approach*, in *J. Corp. Law*, 2009, vol. 35, n. 4, 729 ss.
- SIMONOV A., *Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices*, in *J. Fin.*, 2006, vol. 61, n. 3, 1507 ss.
- SINGH J.B., *Determinants of the Effectiveness of Corporate Codes of Ethics: An Empirical Study*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 101, n. 3, 385 ss.
- SNYDER F., *Soft Law and Institutional Practice in the European Community*, in *Sociologia del Diritto*, 1993, vol. 20, n. 1, 79 ss.
- SOLOMON D., *The Voice: The Minority Shareholder's Perspective*, in *Nevada Law J.*, 2016, vol. 17, n. 3, 739 ss.
- SOLTANI B., MAUPEIT C., *Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes*, in *J. Mgmt. Gov.*, 2015, vol. 19, n. 2, 259 ss.
- SØRENSEN K., *Disclosure in EU Corporate Governance – A Remedy in Need of Adjustment?*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, vol. 10, n. 2, 255 ss.
- SOTGIA S., *Osservazioni in tema di nomina alle cariche sociali*, in *Nuova riv. dir. comm.*, 1947-48, II, 119 ss.
- SPAMANN H., *The "Antidirector Rights Index" Revisited*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2010, vol. 23, n. 2, 467 ss.
- SPANOS L.J., *Corporate governance in Greece: developments and policy implications*, in *Corp. gov.*, 2005, vol. 5, n. 1, 15 ss.

- SPAVENTA L., *La legge sulla tutela del risparmio: passi avanti, errori e illusioni*, in *Analisi giur. econ.*, 2006, 11 ss.
- SPINDLER G., *Verfassungsrechtliche Zulässigkeit einer Gleichstellungsquote im Aufsichtsrat der börsennotierten AG*, in *NZG Heft*, 2011, vol. 11, 401.
- SPIOTTA M., *Brevi note in tema di delibere consiliari e voto di lista*, in *Giur. it.*, 2008, 371 ss.
- SPIOTTA M., CAVANNA M., *La nomina*, in AA.VV., *Diritto del governo delle imprese*, a cura di M. Irrera, Giappichelli, Torino, 2016, 37 ss.
- SPIRA L.F., SLINN J., *The Cadbury Committee: A History*, Oxford University Press, Oxford, settembre 2013.
- SPOLIDORO M.S., *Whistleblower e galantuomo*, in *Riv. soc.*, 2016, 952 ss.
- STABILINI A., *Previsioni del diritto societario per la tutela degli stakeholder*, in *Il mercato giusto e l'etica della società civile*, a cura di S. Semplici, Vita e pensiero, Milano, 2005, 181 ss.
- STAIKOURAS P.K., *Corporate (mis)Governance: a Critical and Comparative Analysis for the Case of Greece*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2006, 1130 ss.
- STANLEY P., GALE C., *The Miller-Modigliani 1961 Ponzi scheme, alias "dividend irrelevance"*, in *Int'l J. Law & Mgmt.*, 2012, vol. 54, n. 3, 23 ss.
- STAPLEDON G., *The development of corporate governance in Australia*, in *Handbook on International Corporate Governance: Country Analyses*, Edward Elgar, Cheltenham, UK-Northampton, MA, 2011, 330 ss.
- STEEL R.S., *Proxy Access and Optimal Standardization in Corporate Governance: an Empirical Analysis*, presentato in occasione del convegno *12th Annual Conference on Empirical Legal Studies*, tenutosi presso l'Università Cornell il 13 ottobre 2017; in *Fordham J. Corp. & Fin. Law*, 2017, vol. 23, n. 1, 173 ss., consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=2994446](http://ssrn.com/abstract=2994446).
- STEFANESCU C.A., *Disclosure and transparency in corporate governance codes - comparative analysis with prior literature findings*, in *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 2011, vol. 24, 1302 ss.
- STEIN E., *Uses, Misuses and Nonuses of Comparative Law*, in *Northwestern Univ. School of Law*, 1977, vol. 72, n. 2, 198 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Alcune riflessioni sulla disciplina dell'amministrazione delle società quotate*, in AA.VV. *Scritti in onore di Giancarlo Laurini*, a cura di D. Falconio, F. Fimmanò, P. Guida, tomo II, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2015, 1971 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Appunti sulla evoluzione della disciplina dell'amministrazione delle società quotate e sulle sue prospettive di riforma*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale. Rivista Telematica*, 2014, n. 2, consultabile all'indirizzo [rivistaodc.eu](http://rivistaodc.eu); in *Dir. fall.*, 2015, II, 47 ss. e in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di G. Mollo, ottobre 2015.
- STELLA RICHTER jr M., *Autodisciplina e autonomia statutaria nell'evoluzione del ruolo del Consiglio di amministrazione: autovalutazione, piani di successione, composizione e nomina*, Intervento in occasione del convegno in tema di "Corporate Governance delle società quotate italiane" tenutosi a Milano il 17 febbraio 2017, consultabile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it).
- STELLA RICHTER jr M., *Commento sub art. 147-ter*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Utet, Torino, 2012, 1937 ss.

- STELLA RICHTER jr M., *Commento sub art. 147-ter*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, tomo II, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, a cura di M. Campobasso, V. Cariello e U. Tombari, Utet, Torino, 2016, 4190 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Gli adeguamenti degli statuti delle società con azioni quotate dopo il d.lgs. n. 303/2006*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 192 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 419 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Su un frammento di legislazione societaria in tempo di crisi*, in AA.VV., *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A. Guaccero e M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2014, 79 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Sulla composizione e sulla elezione dell'organo amministrativo di una società quotata*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 51 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *The Italian Legislative Framework for Board Nomination and Election: a Model or an Anomaly?*, *Keynote Speech*, in ASSONIME, *Note e Studi* n. 11/2016, Relazione nel corso del seminario Assonime-OECD "Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future", tenutosi a Milano il 13 luglio 2016, anche in *Il quadro legislativo italiano in materia di nomina ed elezione del consiglio di amministrazione: un modello o un'anomalia?*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, gennaio 2017, 181 ss.
- STELLA RICHTER jr M., *Voto di lista per la elezione delle cariche sociali e legittimazione dell'organo amministrativo alla presentazione dei candidati*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 36 ss.
- STELLA RICHTER jr. M., *Parere sul "punto g" dell'art. 2437 cod. civ. (e su altre questioni meno misteriose)*, in *Riv. not.*, 2017, 361 ss.
- STIGLBAUER M., VELTE P., *Compliance with the German Corporate Governance Code and firm performance: a ten-year experience*, in *Int. J. Behavioural Acct. & Fin.*, 2012, vol. 3, n. 1/2, 5 ss.
- STOHL C., STOHL M., POPOVA L., *A New Generation of Corporate Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, 2009, vol. 90, n. 4, 607 ss.
- STOUT L.A., *On the Proper Motives of Corporate Directors (or, Why don't you Want to Invite Homo Economicus to Join our Board)*, in *Delaware J. Corp. Law.*, 2003, vol. 28, n. 1, 1 ss.
- STRAMPELLI G., *Sistemi di controllo e indipendenza nelle società per azioni*, Egea, Milano, 2013.
- STRANG D., MACY M.W., *In Search of Excellence: Fads, Success Stories, and Adaptive Emulation*, in *American J. Sociology*, 2001, vol. 107, n. 1, 147 ss.
- STRANG D., SOULE S.A., *Diffusion in Organizations and Social Movements: From Hybrid Corn to Poison Pills*, in *Ann. Rev. Sociology*, 1998, vol. 24, n. 1, 265 ss.
- STRINE jr L., *Can we do better by ordinary investors? A pragmatic reaction to the dueling ideological mythologists of corporate law*, in *Columbia Law Rev.*, 2014, vol. 114, n. 2, 449 ss.
- STRINE jr. L.E., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *Yale Law J.*, 2017, vol. 126, n. 6, 1870.
- SUNDQUIST III jr L.J., *Comment: Proposal to Allow Shareholder Nomination of Corporate Directors: Overreaction in Times of Corporate Scandal*, in *William Mitchell Law Rev.*, 2004, vol. 30, n. 4, 1471 ss.
- SVERNLOV C., *Svensk kod för bolagsstyrning med kommentarer för praktisk tillämpning*, Norstedt Juridik AB, Stoccolma, 2006.

- SZABÓ D.G., K.E. SØRENSEN, *Integrating Corporate Social Responsibility in Corporate Governance Codes in the EU*, in *Eur. Bus. Law Rev.*, 2013, vol. 24, n. 6, 781 ss.
- SZABÓ D.G., SØRENSEN K.E., *New EU Directive on the Disclosure of Non-Financial Information (CSR)*, in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2015, vol. 12, n. 3, 307 ss.
- SZEGO B., GOBBO G., *Rating, mercato e regolatori. “Reliance” e “over-reliance” sulle agenzie di rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 335 ss.
- TALAULICAR T., *Normierungseffekte der Co-Regulierung von Standards guter Corporate Governance*, *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, in *Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 2011, vol. 62, 269 ss.
- TALAULICAR T., v. WERDER A., *Patterns of Compliance with the German Corporate Governance Code*, in *Corp. gov.*, 2008, vol. 16, n. 4, 255 ss.
- TALBOT L., *Progressive corporate governance for the 21st century*, Routledge, Abingdon, Oxon, UK-New York, 2013.
- TANG X., DU J., HOU Q., *The Effectiveness of the Mandatory Disclosure of Independent Directors’ Opinions: empirical evidence from China*, in *J. Acct. & Public Policy*, 2013, vol. 32, n. 3, 89 ss.
- TANTAZZI A., *Intervento*, in *Il mercato trasparente. Corporate Governance Forum 1997/2007*, Il Mulino, Bologna, 2008.
- TARIQ Y.B., ZAHEER A., *Compliance and Multidimensional Firm Performance: Evaluating the Efficacy of Rule-Based Code of Corporate Governance*, in *Economic Modelling*, 2013, vol. 35, 565 ss.
- TEO H., CASPERSZ D., *Dissenting Discourse: Exploring Alternatives to the Whistleblowing/Silence Dichotomy*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 104, n. 2, 237 ss.
- TEUBNER G., *Rechts als autopoietisches System*, Suhrkamp, Frankfurt am Main, 1989.
- THANKOM C., COPINATH A., *Corporate Governance and Development, Reform, Financial Systems and Legal Frameworks*, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2009.
- THOMAS R.S., *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *Encyclopedia of Law and Economics*, a cura di G. De Geest, Edward Elgar, Cheltenham, UK – Northampton, MA, 2012.
- THOMSEN S., *The Convergence of Corporate Governance Systems to European and Anglo-American Standards*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2003, vol. 4, n. 1, 31 ss.
- THOMSEN S., *The Hidden Meaning of Codes: Corporate Governance and Investor Rent Seeking*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2006, vol. 7, n. 4, 845 ss.
- TILL M., NOWAK E., ROLAND R., *The (Ir)relevance of Disclosure of Compliance with Corporate Governance Codes*, in *J. Institutional and Theoretical Econ.*, 2016, vol. 172, n. 3, 475 ss.
- TIMM W., *Corporate Governance Kodex und Finanzkrise*, in *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, 2010, 2125 ss.
- TOLBERT P.S., ZUCKER L.G., *Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform, 1880-1935*, in *Admin. Science Q.*, 1983, vol. 28, n. 1, 22 ss.
- TOMBARI U., *Amministratori indipendenti, “sistema dei controlli” e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 506 ss.
- TOMBARI U., *Diritto azionario, corporate governance ed “analisi economica del diritto: verso il ridimensionamento di una egemonia culturale*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, I, 389 ss.
- TOMBARI U., *Verso uno “statuto speciale” degli amministratori indipendenti. (Prime considerazioni sul d.lgs. n.*

- 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti), in *Riv. dir. soc.*, 2007, 51 ss.
- TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*. Atti del Convegno tenutosi a Venezia il 13-14 novembre 2015, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, 355 ss.
- TRICKER R., *Editorial*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 1999, vol. 7, n. 1, 1 s.
- TRIEB O., BAHR H., FALKNER G., *Modes of Governance: a Note towards Conceptual Clarification*, in *J. Eur. Public Policy*, 2007, vol. 14, n. 1, 1 ss.
- TROISI A., *Le agenzie di rating: regime disciplinare e profili evolutivi*, Cedam, Padova, 2013.
- TSIBRIS M., MOUSSAS N., *Corporate governance in Greece*, in *Int'l Fin. Law Rev.*, 2002, vol. 21, n. 10, 115 ss.
- TUCCI A., *L'esercizio del voto*, in *Società per azioni, L'assemblea*, a cura di R. Lener e A. Tucci, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, tomo IV, V, Giappichelli, Torino, 2012, 196 ss.
- TUMAS M., GROSSBAUER J., *Amendments to the Delaware Corporation Code*, in *Harvard Law School Forum*, 22 febbraio 2009.
- TURNBULL S., *Case Study on the Irrelevance of Best Practices in Corporate Governance*, 2007, 10, consultabile all'indirizzo [ssrn.com/abstract=966431](http://ssrn.com/abstract=966431).
- UNGARI P., *Alfredo Rocco e l'ideologia giuridica del fascismo*, Morcelliana, Brescia, 1963.
- URSANER S., *Keeping "Fiduciary Outs" Out of Shareholder-Proposed Bylaws: An Analysis of CA, Inc. v. AFSCME*, in *Business Lawyer*, 2011, vol. 66, n. 2, 361 ss.
- UTRERO-GONZÁLEZ N., CALLADO-MUÑOZ F. J., *Do Investors react to Corporate Governance News? An Empirical Analysis for the Spanish Market*, in *BRQ Business Research Q.*, 2016, vol. 19, 13 ss.
- V. WERDER A., *Die aktuellen Änderungen des Deutschen Corporate Governance Kodex*, in *Der Betrieb: mit Recht Innovation sichern*, 2017, vol. 70, n. 14, 769 ss.
- V. WERDER A., *Kodex, Der Betrieb: Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht*, in *Kodex Report 2010: die Akzeptanz der Empfehlungen und Anregungen des Deutschen Corporate Governance*, 2010, vol. 63, n. 16, 853 ss.
- V. WERDER A., TALAULICAR T., KOLAT G.L., *Compliance with the German Corporate Governance Code: an Empirical Analysis of the Compliance Statements by German Listed Companies*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2005, vol. 13, n. 2, 178 ss.
- VAFEAS N., *Length of board tenure and outside director independence*, in *J. Bus. Fin. Acct.*, 2012, vol. 30, 1043 ss.
- VALENSISE P., *Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, I, 63 ss.
- VALENTINE E.L.H., STEWART G., *The emerging role of the board of directors in enterprise business technology governance*, in *Int'l J. Disclosure and Governance*, 2013, vol. 10, n. 4, 346 ss.
- VANCE S., *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*, Mc-GrawHill, New York, 1983.
- VATIERO M., *On the (Political) Origin of 'Corporate Governance' Species*, in *J. Econ. Surveys*, 2017, vol. 31, n. 2, 393 ss.

- VATTERMOLI D., *Commento sub art. 1, L. 28 dicembre 2005, n. 262*, in AA.VV., *La tutela del risparmio*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2007, 13 ss.
- VELDMAN J., WILLMOTT H., *The cultural grammar of governance: The UK Code of Corporate Governance, reflexivity, and the limits of 'soft' regulation*, in *Human Relations*, 2016, vol. 69, n. 3, 583 ss.
- VELIKONJA U., *The Political Economy of Board Independence*, in *North Carolina Law Rev.*, 2014, vol. 92, n. 3, 885 ss.
- VELLA F., *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impr. soc.*, 2014, 289 ss.
- VELLA F., *Coordinamento e integrazione nella organizzazione della vigilanza sui mercati finanziari: prospettive di riforma*, in AA.VV., *Studi in materia di intermediari non bancari, Quaderni di finanza Consob*, n. 36, 1999.
- VELLA F., *Eteronormazione ed autoregolamentazione nella disciplina del mercato finanziario*, in *Uno statuto per l'efficienza del mercato finanziario, Quaderni di documentazione e ricerca Assogestioni*, n. 14, 1996.
- VELLA F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca impresa società*, 2001, 351 ss.
- VELLA F., *La "qualità" del governo delle banche*, in *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, a cura di V. Calandra Buonauro et al., Giuffrè, Milano, 2014, 7 ss.
- VELLA F., *Sistemi alternativi del governo societario: ci vuole un incentivo*, in *Lavoce*, 22 settembre 2015, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/37176/sistemi-alternativi-del-governo-societario-ci-vuole-un-incentivo](http://www.lavoce.info/archives/37176/sistemi-alternativi-del-governo-societario-ci-vuole-un-incentivo).
- VENTORUZZO M. et al., *Comparative Corporate Law*, West Academic Publishing, St. Paul, MN, 2015.
- VENTORUZZO M., *Amministratori indipendenti, ma poveri*, in *Lavoce*, 20 febbraio 2015, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/33187/amministratori-indipendenti-poveri](http://www.lavoce.info/archives/33187/amministratori-indipendenti-poveri).
- VENTORUZZO M., *Consigli di amministrazione a misura di fondi*, in *Lavoce*, 17 maggio 2016, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/41099/consigli-di-amministrazione-a-misura-di-fondi](http://www.lavoce.info/archives/41099/consigli-di-amministrazione-a-misura-di-fondi).
- VENTORUZZO M., *Definizione di indipendenza per l'amministratore*, in *Lavoce*, 1 giugno 2016, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/41343/una-definizione-di-indipendenza-per-lamministratore](http://www.lavoce.info/archives/41343/una-definizione-di-indipendenza-per-lamministratore).
- VENTORUZZO M., *Empowering Shareholders in Directors' Elections: a Revolution in the Making*, in AA.VV., *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Egea, Milano, 2011, 699 ss.; in *Eur. Comp. and Fin. Law Rev.*, 2011, vol. 8, n. 2, 105 ss.; *ECGI Law Working Paper n. 147*, 2010.
- VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309 ss.
- VENTORUZZO M., *Il "voto di lista" per la nomina del CdA in Italia: modello o anomalia?*, Relazione tenuta in occasione del convegno Assonime-OECD tenutosi a Milano il 13 luglio 2016.
- VENTORUZZO M., *Introductory Speech, Directors' Nomination Process: "Voto di lista" or U.S. Proxy Access Rule*, ICGC Panel on Corporate Governance, 3 dicembre 2015, consultabile all'indirizzo [icgconference.org/wp-content/uploads/2015/12/Introductory-speech\\_Marco-Ventoruzzo\\_3rd-Dec.pdf](http://icgconference.org/wp-content/uploads/2015/12/Introductory-speech_Marco-Ventoruzzo_3rd-Dec.pdf).
- VENTORUZZO M., *La composizione del consiglio di amministrazione delle società quotate dopo il d.lgs. n. 303 del 2006: prime osservazioni*, in *Riv. soc.*, 2007, 205 ss.

- VENTORUZZO M., *Les administrateurs nommés par la minorité en droit italien des sociétés cotées*, in *Rev. des sociétés*, 2007, n. 3, 509 ss.
- VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a. Nota ad App. Brescia, 2 luglio 2014*, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss.
- VENTORUZZO M., *Morale rigida per il perfetto amministratore di banca*, in *Lavoce*, 17 gennaio 2017, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/44668/morale-rigida-per-il-perfetto-amministratore-di-banca](http://www.lavoce.info/archives/44668/morale-rigida-per-il-perfetto-amministratore-di-banca).
- VENTORUZZO M., *Panoramica comparata*, in *Amministratori indipendenti e di minoranza*, Convegno tenutosi presso Assogestioni, in Milano, il 27 marzo 2017.
- VENTORUZZO M., *Quante sfide per la Consob*, in *Lavoce*, 6 maggio 2016, consultabile all'indirizzo [www.lavoce.info/archives/40937/quante-sfide-per-la-consob](http://www.lavoce.info/archives/40937/quante-sfide-per-la-consob).
- VERRECCHIA R.E., *Discretionary Disclosure*, in *J. Acer. & Econ.*, 1983, vol. 5, 179 ss.
- VERRET J.W., *Defending Against Shareholder Proxy Access: Delaware's Future Reviewing Company Defenses in the Era of Dodd-Frank*, in *J. Corp. Law*, 2011, vol. 36, n. 2, 391 ss.
- VERRET J.W., *Pandora's Ballot Box, or a Proxy with Moxie? Majority Voting, Corporate Ballot Access, and the Legend of Martin Lipton Re-Examined*, in *Business Lawyer*, 2007, vol. 62, n. 3, 1007 ss.
- VIETTI M., *La tutela del risparmio e la riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 286 ss.
- VITALI M.L., *La nuova versione del Corporate Governance Code nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, 204 ss.
- VITOLS S., *Varieties of Corporate Governance: Comparing Germany and the UK*, in *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, Oxford University Press, Oxford, 2001, 337 ss.
- VOOGSGEERD H., *Corporate governance codes: Market- of Rechtsarrangement?*. Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, Rijksuniversiteit te Groningen, n. 55, Kluwer, Deventer, 2006.
- WANG H., *Managerial entrenchment, equity payout and capital structure*, in *J. Banking & Fin.*, 2011, vol. 35, n. 1, 36 ss.
- WANG L., *Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China*, in *J. Banking & Fin.*, 2015, vol. 55, 92 ss.
- WATERS G., *Glass Lewis Thoughts on the "Commonsense Principles of Corporate Governance"*, in *Harvard Law School Forum*, 30 agosto 2015.
- WATSON A., *The Birth of "Legal Transplants"*, in *Georgia J. Int'l Comp. Law*, 2013, vol. 41, n. 3, 605 ss.
- WEIGMANN R., *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nell'Unione Europea*, in *Contr. impr. Europa*, 1996, 487 ss.
- WEIGMANN R., *Tutela delle minoranze o tutela della correttezza gestoria?*, in AA.VV., *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, a cura di A. Guaccero e M. Maugeri, Giuffrè, Milano, 2014, 45 ss.
- WELLER S., *The Effectiveness of Corporate Codes of Ethics*, in *J. Bus. Ethics*, maggio 1988, vol. 7, n. 5, 389 ss.
- WEN S., *Shareholder Primacy and Corporate Governance: Legal Aspects, Practices and Future Directions*, Routledge, Londra, 2013.

- WESTPAHL J.D., ZAJAC E.J., *Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity and the Diffusion of Board Independence in U.S. Corporations*, in *Admin. Sci. Q.*, 1997, vol. 42, n. 1, 161 ss.
- WESTPHAL J.D., KHANNA P., *Keeping Directors in Line: Social Distancing as a Control Mechanism in the Corporate Elite*, in *Admin. Sci. Q.*, 2003, vol. 48, n. 3, 361 ss.
- WESTPHAL J.D., SHORTELL S.M., *Customization or Conformity? An Institutional and Network Perspective on the Content and Consequences of TQM Adoption*, in *Administrative Science Q.*, giugno 1997, vol. 42, n. 2, 366 ss.
- WILLIAMSON O.E., *The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*, Ford Foundation Doctoral Dissertation Series, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1964.
- WILSING H.-U., *Corporate Governance in Deutschland und Europa*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2012, vol. 41, n. 2-3, 291 ss.
- WINKLER I., *The Representation of Social Actors in Corporate Codes of Ethics. How Code Language Positions Internal Actors*, in *J. Bus. Ethics*, 2011, vol. 101, n. 4, 653 ss.
- WIRTZ P., *“Meilleures pratiques” de gouvernance et création de valeur: une appréciation critique des codes de bonne conduite*, in *Comptabilité Contrôle Audit*, 2005, vol. 11, n. 1, 141 ss.
- WOLFF L.-C., *Law as a Marketing Gimmick – The Case of the German Corporate Governance Code*, in *Wash.U. Global Stud. L. Rev.*, 2004, vol. 3, n. 1, 115 ss.
- WONG L., *Singapore’s Code of Corporate Governance: a Code of Best Confluence?*, in *Int’l Fin. Law Rev.*, 2003, vol. 22, n. 7, 59 ss.
- WONG S.C.Y., *Is Institutional Investor Stewardship Still Elusive?*, in *Butterworths J. Int’l Banking & Fin. Law*, 2015, 508 ss.; in *Northwestern Law & Econ Research Paper No. 15-16*, consultabile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=2654229](http://ssrn.com/abstract=2654229).
- WONG Y.T.F., *Wolves at the Door: A Closer Look at Hedge Fund Activism. Columbia Business School Research Paper No. 16-11*, consultabile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=2721413](http://ssrn.com/abstract=2721413).
- WYMEERSCH E., *A Status Report on Corporate Governance Rules and Practices in Some Continental European States*, in AA.VV., *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research*, a cura di K. Hopt et al., Clarendon Press, Oxford, 1998, 1045 ss.
- WYMEERSCH E., *Convergence or Divergence in Corporate Governance Patterns in Western Europe?*, in *Corporate Governance Regimes*, a cura di J.A. McCahery, Oxford University Press, Oxford, 2003, 230 ss.
- WYMEERSCH E., *Corporate Governance Codes and Their Implementation. Univ. of Gent Financial Law Institute Working Paper n. 10*, 2006, consultabile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=931100](http://ssrn.com/abstract=931100).
- WYMEERSCH E., *Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *ECGI Law Working Paper n. 46*, 2005.
- WYMEERSCH E., *How can Corporate Governance Codes be implemented?*, in *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, a cura di G. Ferrarini ed E. Wymeersch, Oxford University Press, Oxford, 2006, 144 ss.
- WYMEERSCH E., *The Corporate Governance “Codes of Conduct” between State and Private Law. Financial Law Institute, Working Paper n. 7*, 2007, consultabile all’indirizzo [ssrn.com/abstract=1032596](http://ssrn.com/abstract=1032596).
- WYMEERSCH E., *The Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *J. Corp. Law St.*, 2005, vol. 6, n. 1, 113 ss.
- XI C., CHEN Y., *Does Cumulative Voting Matter? The Case of China: an Empirical Assessment*, in *Eur.*

- Bus. Org. Law Rev.*, 2015, vol. 15, n. 4, 585 ss.
- XIANGXING HONG F., *Protection of Shareholders' Rights at EU level: How Far Does it Go?*, in *Eur. Comp. Law*, 2009, vol. 6, n. 3, 124 ss.
- YEOH P., *Whistleblowing: Motivations, Corporate Self-Regulation, and the Law*, in *Int'l J. Law & Mgmt.*, 2014, vol. 56, n. 6, 459 ss.
- YOSHIKAWA T., RASHEED A.A., *Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2009, vol. 17, n. 3, 388 ss.
- ZACHARY N.L., *Fear of Commitment: Why CA, Inc. v. AFSCME Leaves Mandatory Advancement Bylaws Undisturbed*, in *Fordham Law Rev.* 2012, vol. 80, n. 4, 1759 ss.
- ZALEWSKA A., *Challenges of corporate governance: Twenty Years after Cadbury, ten Years after Sarbanes-Oxley*, in *J. Empirical Fin.*, 2014, vol. 27, 1 ss.
- ZANARDO A., *La nuova versione del Codice di Autodisciplina delle società quotate: alcune osservazioni alla luce delle contestuali esperienze internazionali in materia*, in *Contr. impr.*, 2004, 400 ss.
- ZANARONE G., *Il diritto commerciale fra il suo passato e l'avvenire*, in *Due Maestri del diritto. Filippo Carlo Gallo e Gastone Cottino. Quaderno n. 24 dell'Accademia delle Scienze di Torino*, a cura di F. Gorla e R. Weigmann, Torino, 216, 73 ss.
- ZATTONI A., CUOMO F., *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives*, in *Corp. Gov.: Int'l Rev.*, 2008, vol. 16, n. 1, 1 ss.
- ZHANG I.X., *Economic consequences of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, in *J. Accr. Econ.*, 2007, vol. 44, n. 1-2, 74 ss.
- ZHAO Y., *Independent directors in China: the path in which direction?*, in *Int'l Company & Comm. Law Rev.*, 2011, vol. 22, n. 11, 352 ss.
- ZHU J., YE K., TUCKER J.W., CHAN K.J.C., *Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China*, in *J. Corp. Fin.*, 2016, vol. 41, 262 ss.
- ZINGALES L., *The value of the voting right: a Study of the Milan Stock Exchange*, in *Rev. Fin. St.*, 1994, vol. 7, n. 1, 125 ss.
- ZOPPINI A., *Determinazione della quota di partecipazione per la presentazione delle liste per la nomina degli amministratori*, in *Disciplina dei mercati finanziari*, a cura di F.S. Martorano e N. de Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 3 ss.
- ZOPPINI A., DIELE G., *Sulla remunerazione spettante agli amministratori indipendenti incaricati di prendere parte alle trattative ai sensi della disciplina delle operazioni con parti correlate (parere pro veritate)*, in *Riv. not.*, 2015, 933 ss.
- ZUMBANSEN P., *Neither Public nor Private, National nor International: Transnational Corporate Governance from a Legal Pluralist Perspective*, in *J.L. & Soc'y*, 2011, vol. 38, n. 1, 50 ss.
- ZUMBANSEN P., *New Governance in European Corporate Law: Regulations in Transnational Legal Pluralism*, in *Eur. Law J.*, 2009, vol. 15, n. 2, 246 ss.

## Indice dei documenti citati

*Progetto De Gregorio*, in *Riv. soc.*, 1966, 93 ss.

*Proposta Preite*, in *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del diritto societario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1997.

*The Revised Dutch Corporate Governance Code 2016*, dicembre 2016, consultabile all'indirizzo [www.mccg.nl/?page=3779](http://www.mccg.nl/?page=3779).

ABA SECTION OF BUSINESS LAW, COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Report on the Roles of Boards of Directors and Shareholders of Publicly Owned Corporations and Changes to the Model Business Corporation Act-Adoption of Shareholder Proxy Access Amendments to Chapters 2 and 10*, in *Business Lawyer*, agosto 2010, vol. 65, n. 4, 1105 ss.

AFEP-MEDEF, *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, dicembre 2008.

AFEP-MEDEF, *Enforcement of the Financial Security Act with regard to the chairman's report on internal control procedures established by the company*, 17 dicembre 2003.

AFEP-MEDEF, *Guide d'application du Code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, novembre 2015.

AFEP-MEDEF, *L'Afep et le Medef lancent une consultation publique en vue de la révision du Code de gouvernement d'entreprise*, 28 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.afep.com/presse/lafep-et-le-medef-lancent-une-consultation-publique-en-vue-de-la-revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise](http://www.afep.com/presse/lafep-et-le-medef-lancent-une-consultation-publique-en-vue-de-la-revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise) e [consultation.codeafepmedef.fr/z\\_docs/tableau\\_comparatif.pdf](http://consultation.codeafepmedef.fr/z_docs/tableau_comparatif.pdf)

AFEP-MEDEF, *Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*, 2003.

AFEP-MEDEF, *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, 2002.

AFEP-MEDEF, *Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise preside par M. Marc Vienot*, 1995 e 1999.

AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 1996, 531 ss.

ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIERE, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*, gennaio 2008.

ASSONIME-NOMISMA, *Analisi sulla stagione assembleare 2016 per il rinnovo del board nelle società ad elevata capitalizzazione*, presentata in occasione del seminario Assonime-OECD "Nomina ed elezione dei CdA in Italia: nuovi trend e prospettive future", tenutosi a Milano il 13 luglio 2016, consultabile all'indirizzo [www.assonime.it](http://www.assonime.it).

ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate (2010), Parte Seconda, L'indagine sul voto di lista*, Roma, marzo 2011.

ASSONIME, *Gli obblighi di informazione sulle politiche di diversità nella composizione degli organi sociali nelle società quotate*. Circolare n. 5, 16 febbraio 2018.

ASSONIME, *Il Codice di Autodisciplina e la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*. Circolare n. 7, 27 febbraio 2014.

ASSONIME, *Il dirigente preposto nei rapporti con gli organi sociali, Note e studi, 7/2012*.

ASSONIME, *Istituto Forum permanente sulla Corporate Governance europea*, 30 giugno 2016.

ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2016)*. Note e studi 18/2016, febbraio 2017.

- ASSONIME, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2017). Note e studi 2/2018*, febbraio 2018.
- ASSONIME, *La disciplina sulle remunerazioni per le società quotate*. Circolare n. 8, 26 marzo 2012.
- ASSONIME, *La Raccomandazione della Commissione europea del 9 aprile 2014, n. 208, sul principio del comply or explain*. Circolare n. 25, 28 luglio 2014.
- ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina (edizione luglio 2014)*. Circolare n. 26, 31 luglio 2014.
- ASSONIME, *Le novità del Codice di Autodisciplina 2015 per la governance delle società quotate*. Circolare n. 31, 6 novembre 2015, in *Riv. soc.*, 2016, 445 ss.
- ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*. Circolare n. 12, 12 aprile 2006.
- ASSONIME, *Osservazioni allo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva 2014/95/EU in materia di informazioni non finanziarie e informazioni sulla diversità*, 2016, n. 15.
- AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO, *La corporate governance di banche e compagnie di assicurazioni (IC 36)*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations*, settembre 1999 e febbraio 2006.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Principles for enhancing corporate governance*, ottobre 2010.
- BLACKROCK, *2017 Proxy Statement*, 25 maggio 2017.
- BLACKROCK, *A Sense of Purpose*, 17 gennaio 2018, consultabile all'indirizzo [corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose](http://corpgov.law.harvard.edu/2018/01/17/a-sense-of-purpose).
- BLACKROCK, *Proxy Voting Guidelines for U.S. Securities*, febbraio 2018.
- BORSA ITALIANA, *Format per la redazione della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari*, 31 gennaio 2018, consultabile all'indirizzo [www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/format2018revised.pdf](http://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/format2018revised.pdf).
- BUSINESS ROUNDTABLE, *Principles of Corporate Governance*, novembre 2005, consultabile all'indirizzo [businessroundtable.org/sites/default/files/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf](http://businessroundtable.org/sites/default/files/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf).
- CADBURY COMMITTEE REPORT, *Report on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee Publishing, Londra, 1992.
- CAMPION B., *Managers on alert to comply or explain*, in *Financial Times*, 4 luglio 2010.
- CFA INST. CTR. FOR FINANCIAL MARKET INTEGRITY, *Environmental, Social and Governance Factors at Listed Companies: A Manual for Investors*, 2008.
- CFIC & SEC, *Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading-Advisors on Form PF*, Release No. IA-3308, File No. S7-05-11 (RIN 3235-AK92), 22-23.
- CHASAN E., *BlackRock Asks Companies to Explain Dearth of Women on Boards*, 2 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/blackrock-asks-companies-to-explain-dearth-of-women-on-boards](http://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-02/blackrock-asks-companies-to-explain-dearth-of-women-on-boards).

- COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2014 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 2° rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, dicembre 2014.
- COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2016 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 4° rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, dicembre 2016.
- COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2017 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 5° rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina*, dicembre 2017.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea*, COM/2003/0284 def., consultabile all'indirizzo [eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52003DC0284](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52003DC0284).
- COMMISSIONE EUROPEA, *Commission Staff Working Document Impact Assessment, Accompanying the Proposal for a Directive on Amending Directive 2007/36, 2014/0121 (COD)*, 9 aprile 2014.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010)284, 2 giugno 2010.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups (proposal to amend Accounting Directives) – FAQ*, Memo/13/336, 16 aprile 2013.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde: Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario*, COM(2011)164, 5 aprile 2011.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario (Metodologia per la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario)*, 2017/C 215/0, 5 luglio 2017.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM/2012/0740 final, consultabile all'indirizzo [eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0740](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX%3A52012DC0740).
- COMMITTEE ON CAPITAL MARKETS REGULATION, *Interim Report 11*, 30 novembre 2006.
- COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *Compliance with the Code of Best Practice*.
- CONFINDUSTRIA, *Osservazioni in risposta alla consultazione pubblica indetta dalla Consob sulla prima proposta di recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio e Revisione della Regolamentazione in materia di Offerte Pubbliche di Acquisto e Scambio*, Roma, 15 dicembre 2010, 14.
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Posizione*, marzo 2015.
- CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement. Preparation for an informal trilogue*, 20 maggio 2016, 9029/16.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima 19. Efficacia dell'iscrizione al Registro delle Imprese delle modificazioni statutarie*, 2004, consultabile all'indirizzo [www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/19.aspx](http://www.consiglionotarilemilano.it/documenti-comuni/massime-commissione-societa/19.aspx).

- CONSIGLIO NOTARILE DI ROMA, *Fattispecie prevista dall'art. 2437, 1 comma, lett. g) c.c.*, in *Riv. not.*, 2013, 1087 ss.
- CONSOB, *Board diversity e performance delle imprese quotate in Europa. Quaderni di finanza Consob n. 85*, a cura di A. Ciavarella, dicembre 2017.
- CONSOB, *Comunicazione n. 0106341. Telecom Italia S.p.A.– Qualificazione del rapporto partecipativo di Vivendi S.A. in Telecom Italia S.p.A. ai sensi della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, dell'art. 2359 del codice civile e dell'art. 93 del d.lgs. n. 58/1998*, 26 febbraio 2009, 13 settembre 2017, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Comunicazione n. DEM/10046789. Quesito relativo alla definizione di amministratore indipendente*, 20 maggio 2010, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Comunicazione n. DEM/9017893. Nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo, Raccomandazioni*, 26 febbraio 2009, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Disposizioni attuative del d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, relative alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. Documento di consultazione*, 21 luglio 2017.
- CONSOB, *Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, tenutosi a Milano il 9 maggio 2016.
- CONSOB, *Modifiche al Regolamento n. 11971 in materia di Emittenti e al Regolamento n. 16191 in materia di mercati. Primi esiti degli approfondimenti condotti nell'ambito dei tavoli di lavoro "concorrenza fra sistemi di regole e vigilanza" e "semplificazione regolamentare del mercato finanziario italiano". Documento di consultazione*, 25 luglio 2011, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Privatizzazioni e riforma del diritto societario, Quaderni di Finanza, n. 10*, Roma, 1995.
- CONSOB, *Regolamento emittenti - Disciplina attuativa dell'articolo 114-bis del TUF introdotto dalla legge n. 262/2005 su informazione al mercato in materia di attribuzione di piani di compensi basati su strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori - Documento di consultazione*, 23 febbraio 2007, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Regolamento emittenti - Nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo (artt. 147-ter, comma 1 e 148, comma 2, del TUF)*, disponibile sul sito *web* dell'Autorità - *Documento di seconda consultazione*, 6 aprile 2007, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Regolamento emittenti - Recepimento della direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. Documento di consultazione*, 5 agosto 2010, disponibile sul sito *web* dell'Autorità.
- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2015.
- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2016.
- CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies*, 2017.
- COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS', *Proxy Access: Best Practices 2017*, 1 luglio 2017, consultabile all'indirizzo [cii.org/files/publications/misc/Proxy\\_Access\\_2017\\_FINAL.pdf](http://cii.org/files/publications/misc/Proxy_Access_2017_FINAL.pdf).
- DELOITTE, *2016 Directors' Alert. Ingredients for success: Striking the right balance*, consultabile all'indirizzo [www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-ccg-directors-alert-2016.pdf](http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-ccg-directors-alert-2016.pdf).
- DUTCH MONITORING COMMITTEE, *Proposal for revision. An invitation to comment*, febbraio 2016, consultabile all'indirizzo [www.mccg.nl/?page=3782](http://www.mccg.nl/?page=3782).

EFAMA, *Code for External Governance*, 2011.

ESMA-EBA, *Consultation Paper. Joint Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders under Directive 2013/36/Eu and Directive 2014/65/EU*, 31 ottobre 2016, consultabile all'indirizzo [www.esma.europa.eu/file/20310/download?token=-gqb1sbo](http://www.esma.europa.eu/file/20310/download?token=-gqb1sbo).

ESMA-EBA, *Final Report. Joint ESMA and EBA Guidelines on the Assessment of the Suitability of Members of the Management Body and Key Function Holders under Directive 2013/36/EU and Directive 2014/65/EU*, 26 settembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.esma.europa.eu/file/23176/download?token=QgZ5hUs7](http://www.esma.europa.eu/file/23176/download?token=QgZ5hUs7).

ESMA, *Report. Follow-Up Report on the Development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research And Analysis*, ESMA/2015/1887, consultabile all'indirizzo [www.esma.europa.eu/regulation/corporate-disclosure/corporate-governance-listed-companies](http://www.esma.europa.eu/regulation/corporate-disclosure/corporate-governance-listed-companies).

EY CENTER FOR BOARD MATTERS, *Board committees evolve to address new challenges*, dicembre 2016.

FRC, *Consulting on a revised UK Corporate Governance Code*, 5 dicembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co](http://www.frc.org.uk/consultation-list/2017/consulting-on-a-revised-uk-corporate-governance-co).

FRC, *Corporate Culture and the Role of Boards*, in *Harvard Law School Forum*, 13 agosto 2016.

FRC, *Developments in Corporate Governance 2013: the Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes*, dicembre 2013.

FRC, *FRC to review the UK Corporate Governance Code*, 16 febbraio 2017, consultazione all'indirizzo [www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2017/February/FRC-to-review-the-UK-Corporate-Governance-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2017/February/FRC-to-review-the-UK-Corporate-Governance-Code.aspx).

FRC, *FRC updates UK Corporate Governance Code*, PN 58/14, 17 settembre 2014, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2014/September/FRC-updates-UK-Corporate-Governance-Code.aspx](http://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2014/September/FRC-updates-UK-Corporate-Governance-Code.aspx).

FRC, *Revised UK Corporate Governance Code, Guidance on Audit Committees, and Auditing and Ethical Standards*, 27 aprile 2016, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/April/Revised-UK-Corporate-Governance-Code,-Guidance-on.aspx](http://www.frc.org.uk/News-and-Events/FRC-Press/Press/2016/April/Revised-UK-Corporate-Governance-Code,-Guidance-on.aspx).

FRC, *UK Corporate Governance Code*, 2016, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/document-library/corporate-governance/2016/uk-corporate-governance-code-april-2016](http://www.frc.org.uk/document-library/corporate-governance/2016/uk-corporate-governance-code-april-2016).

FRC, *What Constitutes an Explanation under "Comply or Explain"?*, febbraio 2012, consultabile all'indirizzo [www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf](http://www.frc.org.uk/getattachment/a39aa822-ae3c-4ddf-b869-db8f2ffe1b61/what-constitutes-an-explanation-under-comply-or-explain.pdf).

GIBSON DUNN, *Shareholder Proposal Developments During the 2017 Proxy Season*, 19 giugno 2017, consultabile all'indirizzo [www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2017-proxy-season](http://www.gibsondunn.com/shareholder-proposal-developments-during-the-2017-proxy-season).

HAUSER INSTITUTE FOR CIVIL SOCIETY, *Corporate Social Responsibility Disclosure Efforts by National Governments and Stock Exchanges*, 2015.

HEMPEL, *Committee on Corporate Governance Final Report*, Gee Publishing, Londra, 1998.

HIGGS REPORT, *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*, Department of Trade and Industry, HMSO, Londra, 2003.

IFA, *"Comply or Explain". Guide pratique de mise en oeuvre*, 2013.

- IFA, *La gouvernance des sociétés cotées. Synthèse des recommandations sur le rôle et les modes d'action des conseils*, maggio 2007.
- IFC-ECODA, *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*, 2015.
- INSTITUT MONTAIGNE, *Mieux gouverner l'entreprise*, marzo 2003.
- ISS, *U.S. Proxy Voting Policies and Procedures (Excluding Compensation-Related. Frequently Asked Question*, 24 febbraio 2017.
- Judges Question U.S. SEC Over Proxy Access Costs*, in *Reuters Hedgeworld*, 7 aprile 2011.
- KODGRUPPEN, *Svensk kod för bolagsstyrning*, Fritz offentliga publikationer, Stoccolma, 2004.
- LONDON STOCK EXCHANGE, *AIM Notice 50. Feedback on Aim Notice 49 and Confirmation of Changes to the AIM Rules and NOMAD Rules*, 8 marzo 2018, consultabile all'indirizzo [www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aim-notice-50.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/aim-notice-50.pdf).
- LONDON STOCK EXCHANGE, *Feedback Statement and Consultation: AIM Rules Review*, 11 dicembre 2017, consultabile all'indirizzo [www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/feedback-statement-and-consultation.pdf](http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/advisers/aim-notices/feedback-statement-and-consultation.pdf), spec. par. 4.
- LONDON STOCK EXCHANGE, *Guidance for issuers on the integration of ESG into investor reporting and communication*, 2018, consultabile all'indirizzo [www.lseg.com/sites/default/files/content/images/Green\\_Finance/ESG/2018/February/LSEG\\_ESG\\_report\\_January\\_2018.pdf](http://www.lseg.com/sites/default/files/content/images/Green_Finance/ESG/2018/February/LSEG_ESG_report_January_2018.pdf).
- MCGREEVY C., *Internal Market and Services Commissioner, Corporate governance: European Forum clarifies 'comply or explain' principle and issues annual report. Press Release*, 6 marzo 2006, consultabile all'indirizzo [europa.eu/rapid/press-release\\_IP-06-269\\_en.htm?locale=en](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-06-269_en.htm?locale=en).
- MERCER, *Studio sui compensi dei Consigli di amministrazione delle società del FTSE Mib*, 2016.
- NACD, *Key Agreed Principles*, 16 ottobre 2008.
- NEDCOMMUNITY, *Effective governance outlook. I piani di successione degli amministratori esecutivi*, n. 4, giugno 2016.
- OECD, *Directorate for Financial and Enterprise Affairs. Corporate Governance Committee, Peer review 4: Board Nomination and Election*, aprile 2012.
- OECD, *Economic policy reforms: going for growth*, Parigi, 2015, 26.
- OECD, *OECD Corporate Governance Factbook 2017*.
- OECD, *Principles of Corporate Governance*, 2004.
- OECD, *Proportionality and Flexibility in Corporate Governance*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo [biac.org/wp-content/uploads/2017/04/FIN-2017-03-20-Proportionality-Flexibility2.pdf](http://biac.org/wp-content/uploads/2017/04/FIN-2017-03-20-Proportionality-Flexibility2.pdf).
- OECD, *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, 2012.
- OECD, *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*, OECD Publishing, 2011.
- OECD, *Trust & Business. Corporate Governance & Business Integrity*, 2015, consultabile all'indirizzo [www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Business-Integrity-2015.pdf](http://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Business-Integrity-2015.pdf).
- RISKMETRICS GROUP FOR THE EU, *Study on monitoring and enforcement practices in corporate governance in the Member States*, 23 settembre 2009, consultabile all'indirizzo

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

ROPES & GRAY, *Recent Proxy Access Developments*, 14 novembre 2016.

SIDLEY CORPORATE GOVERNANCE REPORT, *Proxy Access Reaches the Tipping Point: Adopted by Just Over 50% (251) of S&P 500 Companies as of December 31, 2016*, 3 gennaio 2017, [www.sidley.com/~/media/update-pdfs/2016/12/proxy-access-corporate-governance-report-december-2016.pdf](http://www.sidley.com/~/media/update-pdfs/2016/12/proxy-access-corporate-governance-report-december-2016.pdf).

SMITH REPORT, *Audit Committees Combined Code Guidance*, Financial Report Council Ltd, Londra, 2003.

SPENCER STUART, *Italy Board Index*, 2016, 24.

SPENCER STUART, *Osservatorio sui Consigli di Amministrazione delle società quotate Italiane. Italy Board Index*, 2016.

SUSTAINABLE STOCK EXCHANGES INITIATIVE, *Model Guidance on Reporting ESG Information to Investors*, 2015, consultabile all'indirizzo [sseinitiative.org](http://sseinitiative.org).

THE EUROPEAN HOUSE-AMBROSETTI, *Osservatorio sull'Eccellenza dei Sistemi di Governo in Italia*, 2015.

TURNBULL REPORT, *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Londra, 1999.

WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Delaware Supreme Court Reaffirms Director-Centric Corporate Governance*, 17 luglio 2008, consultabile all'indirizzo [corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2008/07/delaware-supreme-court-reaffirms-director-centric-corp-gov.pdf](http://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2008/07/delaware-supreme-court-reaffirms-director-centric-corp-gov.pdf).

WALKER D., *A Review of Corporate Governance in UK Banks and other Financial Industry Entities*, 26 novembre 2009, consultabile all'indirizzo [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

WATCHELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, *Be Prepared for Attacks by Hedge Funds*, in *Law Firm Memo*, 21 dicembre 2005.

WEIL, GOTSHAL AND MANGERS LLP, EASD, ECGN, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members*, per conto della Commissione Europea-Mercato Interno, Bruxelles, 2002.

WEIL, GOTSHAL AND MANGES LLP, *Comparison of Corporate Governance Principles & Guidelines: United States*, gennaio 2012, consultabile all'indirizzo [www.weil.com/les/Publication/06cdf884-89df-4459-bb10-e08ab65e6172/Presentation/PublicationAttachment/9e00e0d8-4ca0-4c1d-9ccd-f6800b5066cd/Corp\\_Gov\\_Guidelines\\_Codes\\_Best\\_Practice\\_Jan2012.PDF](http://www.weil.com/les/Publication/06cdf884-89df-4459-bb10-e08ab65e6172/Presentation/PublicationAttachment/9e00e0d8-4ca0-4c1d-9ccd-f6800b5066cd/Corp_Gov_Guidelines_Codes_Best_Practice_Jan2012.PDF).

WEIL, GOTSHAL AND MANGES LLP, *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice*, New York, 2003.

WORKING PAPER EUROPEAN COMMISSION'S NETWORK TO PROMOTE WOMEN IN DECISION-MAKING IN POLITICS AND THE ECONOMY, *The quota-instrument: different approaches across Europe*, giugno 2011.

WORLD ECONOMIC FORUM, INTERNATIONAL BUSINESS COUNCIL, *The New Paradigm. A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, settembre 2016.

## Indice degli articoli di stampa citati

- Blue-ribbon panel pushes 10 steps to strengthen audit committees*, in *Financial Executive*, 1999, vol. 15, n. 2, 58 ss.
- Governance *modello svedese*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 giugno 2014, consultabile all'indirizzo [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com).
- Manchester United PLC: Glazer Ousts Three Directors, But Bank Withdraws Support*, in *Wall Street J.*, 15 novembre 2004.
- NYSE Chair Richard Grasso, NASD Chair Frank Zarb, and Blue Ribbon Panel Co-Chairs Ira Millstein And John Whitehead Announce "Ten Point Plan" To Improve Oversight Of Financial Reporting Process*, New York, NY, February 8, 1999, consultabile all'indirizzo [www.finra.org/newsroom/1999/nyse-chair-richard-grasso-nasd-chair-frank-zarband-blue-ribbon-panel-co-chairs-ira](http://www.finra.org/newsroom/1999/nyse-chair-richard-grasso-nasd-chair-frank-zarband-blue-ribbon-panel-co-chairs-ira).
- The old-girls' network. Ten years on from Norway's quota for women on corporate boards*, in *The Economist*, 17 febbraio 2018, consultabile all'indirizzo [www.economist.com/news/business/21737079-gender-quotas-board-level-europe-have-done-little-boost-corporate-performance-or](http://www.economist.com/news/business/21737079-gender-quotas-board-level-europe-have-done-little-boost-corporate-performance-or).
- BENOIT D., *Congress Asked to Act on Activist Investor Disclosures; Groups urge lawmakers to shorten window for disclosing activist positions*, in *Wall Street J. (Online)*, 15 aprile 2015.
- BOCCONI S., *Unicredit e Intesa, la sfida dei fondi Nuove maggioranze in assemblea*, in *Corriere della Sera*, 7 marzo 2016.
- BOLSHAW L., *The struggle continues for more boardroom diversity*, in *Financial Times*, 8 marzo 2012.
- BONELLI F., *Ecco perché non può funzionare l'amministratore di minoranza*, in *Milano Finanza*, 2005.
- BOXALL L., *Explaining "comply or explain"*, in *Business Times Singapore*, 26 gennaio 2015
- CHIESA F., *Il voto di lista nelle società contendibili è un'aberrazione*, in *Corriere della Sera*, 18 febbraio 2017.
- COHEN N., *Cadbury Responds to CBI Hostility*, in *Financial Times*, 14 settembre 1992.
- CRISCIONE A., *Assonime: il voto di lista ha troppi limiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2016.
- CRISCIONE A., *Nei CdA delle società quotate più peso agli indipendenti*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2015.
- D'SOUZA S., *"Golden Leash" Arrangements Secure ISS's Cautious Nod. (Third Point LLC)*, in *Mondaq Business Briefing*, 29 aprile 2015.
- D'SOUZA S., *By-Laws Counteracting "Golden Leash" Arrangements: ISS Speaks.(Institutional Shareholder Services)*, in *Mondaq Business Briefing*, 20 gennaio 2014.
- ENRIQUES L., ZINGALES L., *Il voto di lista non basta nei big a capitale diffuso*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 maggio 2015.
- FOLEY S., *Shareholder Activism: Battle for the Boardroom*, in *Financial Times*, 23 aprile 2014.
- GALVAGNI L., *L'Espresso, contesa sul voto della lista di minoranza*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 giugno 2015.
- GERUT A., *How Mario Gabelli Became the First to Use Proxy Access*, in *Agenda*, 14 novembre 2016.
- KWAN YUK P., *Call for More Flexibility on Code*, in *Financial Times*, 25 giugno 2009.

- LARCKER D.F., RICHARDSON S.A., TUNA I., *Ratings add fire to the governance debate*, in *Financial Times Mastering Corporate Governance*, II, 2005.
- LUBLIN J.S., *Investors Gain Greater Clout over Boards*, in *Wall Street J.*, 11 gennaio 2016.
- MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *Ecco come si può rafforzare il voto di lista*, in *Il Sole 24 Ore*, 2 giugno 2015.
- MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *Un Testo Unico per superare la giungla dei mercati*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2016, consultabile all'indirizzo [www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-03-13/un-testo-unico-superare-giungla-mercati-114355.shtml?uuid=ACyRNOnc](http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-03-13/un-testo-unico-superare-giungla-mercati-114355.shtml?uuid=ACyRNOnc).
- MASTERS B., BURGESS K., *Investors Raise Fears on "Stewardship Code"*, in *Financial Times*, 2010, consultabile all'indirizzo [www.ft.com/cms/s/0/9da94b7a-48c9-11df-8af4-00144feab49a.html](http://www.ft.com/cms/s/0/9da94b7a-48c9-11df-8af4-00144feab49a.html).
- McFARLAND J., *Jana's Agrium pay scheme draws fire*, in *The Globe and Mail*, 4 marzo 2014.
- MURRAY A., *Hedge Funds Are New Sheriffs of Boardroom*, in *Wall Street J.*, 14 dicembre 2005, a 42.
- PAN K.Y., *Call for more flexibility on Code*, in *Financial Times*, 25 giugno 2009
- PONS G., PULEDDA V., *Banche, rivoluzione nei cda: i fondi vanno in maggioranza. Inizia l'era della public company*, in *La Repubblica*, 11 aprile 2016.
- PULLIAM S. *et al.*, *First Look: Activist Investors Leak Their Plans to a Favored Few*, in *Wall Street J.*, 27 marzo 2014, a A.1.
- ROWLEY A., *Corporate governance: G-20/OECD may be off-track*, in *Business Times*, 15 settembre 2015.
- SEMERARO G., *UniCredit, vittoria lista fondi per Cda non sorprende, siamo public company*, 18 maggio 2015, consultabile all'indirizzo [it.reuters.com](http://it.reuters.com).
- SMITH N., *Economics Gets Real*, in *BloombergView*, 23 giugno 2015.
- SPINI F., *Unicredit, i grandi soci in Cda con meno voti. I vertici vedono i libici*, in *La Stampa*, 15 maggio 2015.
- STERN S., *One size governance rules do not fit all*, in *Financial Times*, 2015.
- SULLIVAN R., *UK seen as model for stewardship guidelines*, in *Financial Times*, 2010.
- TARANTO F., *I compensi degli indipendenti*, in *La voce degli indipendenti*, gennaio 2011.
- TEDESCO T., *Shareholders need bigger role*, in *National Post*, 11 ottobre 2011.
- TEEBI S., *By-Laws Counteracting "Golden Leash" Arrangements: ISS Speaks. (Institutional Shareholder Services)*, in *Mondaq Business Briefing*, 20 gennaio 2014.
- TEEBI S., *ISS Pulls The "Golden Leash", But Has It Gone Too Far? (International Shareholder Services)*, in *Mondaq Business Briefing*, 3 febbraio 2014.
- TREVES V., UKROPINA J., *Power Push from the Ranks*, in *Times*, 2 giugno 1992, a 27
- VENTORUZZO M., *La corporate governance e la sfida della «lista» del Cda*, in *Il Sole 24 Ore*, 18 aprile 2017.
- WHITE A., *TOP US Funds Embrace Stewardship Code*, Top1000funds, 2017.
- WONG J., *Lifting Standards in Listed Companies: the Hong Kong Stock Exchange publishes its Consultation Conclusions on the Corporate Governance Code*, in *Mondaq Business Briefing*, 5 dicembre 2011.
- ZOPPINI A., *Società e amministratori alla prova indipendenza*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 novembre 2015.

## Indice della giurisprudenza italiana

### Giurisprudenza di legittimità

- Cass., 1 giugno 2017, n. 13875, in *Soc.*, 2018, 13 ss., con nota di Zamperetti; in *Notariato*, 2017, 445 ss., con nota di Terranova; in *CED Cassazione*, 2017; in *Quotidiano Giuridico*, 2017.
- Cass., 11 novembre 2010, n. 22911, in *Foro it.*, 2011, I, 1686, con nota di Nazzicone; in *Soc.*, 2011, 377, con nota di Ferrari; in *Resp. civ.*, 2011, 1780, con nota di Itzi; in *Resp. civ.*, 2011, 2545, con nota di Pizzotti.
- Cass., 13 settembre 2007, n. 19160, in *Riv. soc.*, 2007, n. 4, 85 ss.; in *Foro it.*, 2008, I, 859, con nota di Rordorf; in *Giur. it.*, 2008, 357, con nota di Cavanna; in *Riv. dott. comm.*, 2008, 551, con nota di La Manno; in *Riv. dir. soc.*, 2007, fasc. 4, 84, con nota di Fioruzzi, Lione; in *Giur. comm.*, 2009, II, 54, con nota di Guccione; in *Dir. ed economia assicuraz.*, 2010, 389, con nota di Schettino.
- Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, I, 3455 ss; in *Foro it.*, 2006, I, 3455 ss.; in *Vita not.*, 2006, 304 ss.; in *Dir. e pratica società*, 2006, fasc. 10, 62, con nota di Gelfi.
- Cass., 26 novembre 1998, con nota di 12012, in *Giur. it.*, 1999, 1441 ss.; in *Giust. civ.*, 1999, I, 407, n. Salafia; in *Soc.*, 1999, 674, con nota di Cupido; in *Riv. not.*, 1999, 755, con nota di Casu; in *Giur. it.*, 1999, 1436, con nota di Irrera; in *Dir. e pratica lav.*, 1999, fasc. 17, 58, con nota di Papi Rossi.

### Giurisprudenza di merito

- App. Brescia, 2 luglio 2014, in *Giur. comm.*, 2015, II, 1055 ss., con nota di Ventoruzzo.
- App. Napoli, 21 dicembre 2011, inedita, richiamata in E. MACRÌ, *Il recesso del socio nelle società per azioni e nelle società a responsabilità limitata*, in *Soc.*, 2016, 99 s. e in N. ATLANTE, *Brevi appunti sull'art. 2437 primo comma lett. g) c.c.*, in *Riv. not.*, 2016, 1083 ss., a 1089.
- App. Milano, 11 agosto 2000, in *Giur. it.*, 2001, 1906 ss., con nota di Mainetti.
- App. Milano, 16 settembre 1998, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, 370 ss.
- App. Bologna, 13 luglio 1950, in *Giur. it.*, 1951, I, 2, 28 ss., con nota di Bigiavi.
- Trib. Genova, 25 settembre 2017, in *Giurisprudenza delle imprese*.
- Trib. Firenze, 3 aprile 2017, in *Soc.*, 2018, 55 ss., con nota di Filippelli.
- Trib. Milano Sez. Specializzata in materia di imprese, 31 luglio 2015; in *Riv. dott. comm.*, 2016, 305, con nota di Pin; in *Giur. it.*, 2015, 2398 ss., con nota di Pollastro.
- Trib. Torino Sez. Specializzata in materia di imprese, 23 luglio 2014, in *Giur. it.*, 2015, 1164 ss., con nota di Desana e in *Giur. comm.*, 2015, II, 1293 ss., con nota di Desana.
- Trib. Roma, 29 aprile 2014, in *CNN Notizie. Sul significato di "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione" ai fini dell'esercizio del diritto di recesso ex art. 2437, lett. g)*, 10 marzo 2015, con commento di Ruotolo-Boggiali.
- Trib. Roma, 21 gennaio 2013, in *Foro pad.*, 2013, I, 469 ss., con nota di Napoletano.
- Trib. Milano, 29 marzo 2012, in *Giurisprudenza delle imprese*.

- Trib. Trieste, 8 giugno 2011, in *Soc.*, 2011, 953 ss., con nota di Roberti; in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, II, 370 ss., con nota di Nieddu Arrica.
- Trib. Brescia, 3 giugno 2009, in *Corr. giur.*, 2010, 1508, con nota di Rizzardo.
- Trib. Campobasso, 31 ottobre 2007, in *Soc.*, 2008, 1140, con nota di Irrera.
- Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 2, 371 ss., con nota di Spiotta.
- Trib. Milano, 3 settembre 2003, in *Giur. it.*, 2003, 2325 ss. e in *Soc.*, 2004, 891 ss., con nota di Salafia.
- Trib. Milano, 19 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 532 ss.; in *Vita not.*, 2001, 832 ss. e in *Soc.*, 2001, 443 ss., con nota di Colavolpe.
- Trib. Milano, 19 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 532; in *Soc.*, 2001, 443 ss.; in *Vita not.*, 2001, 832 ss.
- Trib. Milano, 23 novembre 2000, in *Vita not.*, 2001, 832 ss. e in *Soc.*, 2001, 444 ss., con nota di Colavolpe.
- Trib. Roma, 1 marzo 1999, in *Soc.*, 1999, 10, 1209 ss., con nota di Anello e Rizzini Bisinelli e in *Vita not.*, 2000, 402 ss.
- Trib. Roma, 12 gennaio 1999, in *Impresa*, 1999, 808, con nota di Lemme.
- Trib. Roma, 18 marzo 1996, in *Giur. it.*, 1997, I, 2, 81 con nota di Irrera; in *Foro pad.*, 1998, I, 129 con nota di Giorgio; in *Soc.*, 1996, 7, 831 ss., con nota di Anello, Rizzini Bisinelli e in *Riv. not.*, 1997, 882 ss.
- Trib. Verona, 11 dicembre 1992, in *Soc.*, 1993, 950 ss. con nota di Riccardelli.

### **Indice della giurisprudenza estera**

- AWA Ltd v. Daniels* (1992) 7 ACSR 759.
- Beam ex rel. Martha Stewart Living v. Stewart*, 845 A.2d 1040 (Del. 2004).
- CA Inc. v. AFSCME Employees Pension Plan*, 953 A.2d 227 (Del. 2008).
- Daniels v Anderson* (1995) 37 NSWLR 438.
- In re Oracle Corp. Deriv. Litig.*, 824 A.2d 917 (Del. 2003).
- Sandys v. Pincus*, No. 157, 2016 (Del. Dec. 5, 2016).
- Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).
- Teamsters Union 25 Health Servs. & Ins. Plan v. Baiera*, 119 A.3d 44 (Del. Ch. July 13, 2015).
- Third Point LLC v. Ruprecht*, No. 9469-VCP, 2014 WL 1922029 (Del. Ch. May 2, 2014).
- Yucaipa American Alliance Fund II v. Riggio*, 1 A.3d 310 (Del. Ch. Aug. 11, 2010).