

IT

IT

IT



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 5.4.2011
COM(2011) 164 definitivo

LIBRO VERDE

Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario

LIBRO VERDE

Il quadro dell'Unione europea in materia di governo societario

(Testo rilevante ai fini del SEE)

La Commissione ha recentemente ribadito il proprio impegno a favore di un mercato unico solido e vincente che torni a porre al centro dell'attenzione i cittadini e ne riconquisti la fiducia. Nella comunicazione *Verso un atto per il mercato unico*, la Commissione si è così espressa: "È di primaria importanza che le imprese europee diano prova di grande responsabilità, sia nei confronti dei lavoratori e degli azionisti sia nei confronti della società nel suo complesso"¹. Il governo societario e la responsabilità sociale delle imprese sono elementi chiave per stimolare la fiducia dei cittadini nei confronti del mercato unico, oltre ad essere fattori che contribuiscono alla competitività delle imprese europee, perché imprese ben gestite e sostenibili possono concorrere in modo rilevante al raggiungimento degli ambiziosi obiettivi di crescita stabiliti nella strategia Europa 2020². In tema di responsabilità sociale delle imprese, la Commissione ha già organizzato una consultazione pubblica sulla divulgazione di informazioni non finanziarie da parte delle imprese³ e, nell'anno in corso, lancerà una nuova iniziativa quadro che si propone di prendere in esame le questioni connesse alle sfide societarie che le imprese si trovano ad affrontare.

Il comunicato dei ministri delle Finanze e dei governatori delle Banche centrali del G20 del 5 settembre 2009 ha sottolineato l'importanza di intraprendere azioni volte ad assicurare una crescita sostenibile e a costruire un sistema finanziario internazionale più solido. Il governo societario è uno degli strumenti per limitare la pericolosa predilezione per il breve termine e l'eccessiva assunzione di rischi⁴. Il presente Libro verde si propone di valutare l'efficacia del vigente quadro in materia di governo societario delle imprese europee, alla luce di quanto esposto sopra.

Il governo societario viene abitualmente definito come il sistema di gestione e di controllo delle società⁵, nonché come l'insieme dei rapporti che collegano tra loro i dirigenti di una società, il consiglio di amministrazione, gli azionisti e le altre parti in causa⁶. Il quadro in materia di governo societario delle società quotate nell'Unione europea rappresenta una combinazione di disposizioni normative vincolanti e non vincolanti (*soft law*), comprendente

¹ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni dal, *Verso un atto per il mercato unico per un'economia sociale di mercato altamente competitiva*, COM(2010) 608 definitivo/2, pag. 27.

² Cfr. Conclusioni della Presidenza del Consiglio europeo di Bruxelles del 17 giugno 2010 disponibili sul sito internet: http://www.consilium.europa.eu/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/en/ec/115346.pdf.

³ La consultazione sulla divulgazione di informazioni non finanziarie da parte delle società ("*disclosure of non-financial information by companies*") si è conclusa nel gennaio 2011; cfr. il sito internet: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm.

⁴ Cfr. anche, ad esempio, OCSE, *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, febbraio 2010.

⁵ *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report)*, 1992, pag. 15, disponibile all'indirizzo <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

⁶ OCSE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, pag. 11, disponibile al seguente indirizzo internet: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

tra l'altro raccomandazioni⁷ e codici di governo societario. Sebbene tali codici siano adottati a livello nazionale, la direttiva 2006/46/CE ne promuove l'applicazione attraverso l'obbligo imposto alle società quotate di introdurre un riferimento ad un codice nella dichiarazione sul governo societario che esse devono presentare, nonché di riferire in merito alla sua applicazione sulla base del principio "rispetta o spiega" (*comply or explain*)⁸.

Onde identificare i temi principali in materia di buon governo societario nell'UE e in preparazione del presente Libro verde, la Commissione ha condotto una serie di colloqui con un campione di società quotate provenienti da Stati membri e settori economici diversi, caratterizzate da vari livelli di capitalizzazione e varie strutture di azionariato. Essa ha inoltre interpellato esperti in materia di governo societario e rappresentanti degli investitori e della società civile. Nel contesto del Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione⁹, adottato nel giugno 2010, erano già stati evidenziati alcuni temi importanti. Ad esempio, era emerso che la partecipazione attiva degli azionisti costituisce un fattore rilevante non solo per gli istituti finanziari, ma per le imprese in generale¹⁰. Tuttavia, gli istituti finanziari rappresentano un caso speciale, a causa sia delle particolari sfide che devono affrontare per poter garantire un'efficace gestione dei rischi, sia dei rischi sistemici che possono rappresentare per il sistema finanziario. Di conseguenza, le soluzioni prospettate nel Libro verde del giugno 2010 possono non essere pertinenti per le tutte le società UE. Il presente Libro verde si propone pertanto di affrontare tre argomenti di assoluta centralità in materia di buon governo societario, elencati di seguito.

- Il consiglio di amministrazione: solo un consiglio di amministrazione efficace e dalle prestazioni eccellenti è in grado di contestare le decisioni degli amministratori con incarichi esecutivi. Un consiglio di amministrazione, quindi, deve essere composto da membri senza incarichi esecutivi in grado di offrire capacità e punti di vista diversi, nonché esperienze professionali adeguate. I membri devono inoltre essere disposti a dedicare tempo sufficiente ai lavori del consiglio di amministrazione. Il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione riveste particolare importanza, come pure le responsabilità del consiglio in tema di gestione dei rischi.
- Gli azionisti: il quadro in materia di governo societario si basa sul presupposto che gli azionisti si impegnino attivamente nella società e obblighino i dirigenti a rendere conto del loro operato. Tuttavia, la realtà rivela che gli azionisti hanno, in maggioranza, un atteggiamento passivo e che spesso sono interessati solo ai profitti a breve termine. Sarebbe quindi opportuno riflettere su come si possa incoraggiare un maggior numero di azionisti a interessarsi a risultati duraturi e a prestazioni a lungo termine e ad assumere un ruolo più attivo in merito alle questioni relative al governo societario. Inoltre, le problematiche cambiano in funzione della struttura dell'azionariato, ad esempio per quanto riguarda la tutela degli azionisti di minoranza.

⁷ Per un elenco delle misure UE in materia di governo societario, cfr. l'allegato 2.

⁸ Secondo tale approccio una società che decida di discostarsi dalle disposizioni del codice di governo societario deve indicare le parti alle quali deroga e i motivi della decisione.

⁹ COM(2010) 284, cfr. anche *Feedback Statement — Summary of responses to the Commission Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions* (Documento di *feedback* – Sintesi delle risposte al Libro verde della Commissione sul governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione), disponibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

¹⁰ Cfr. il già citato Libro verde, sezioni 3.5 e 5.5.

- Come applicare il principio "rispetta o spiega", che sta alla base del quadro dell'Unione europea in materia di governo societario. Da uno studio recente¹¹ è emerso che, nella maggior parte dei casi, la qualità informativa delle motivazioni fornite dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni del codice di governo societario è insoddisfacente e che in molti Stati membri il monitoraggio sull'attuazione dei codici è insufficiente. È pertanto opportuno riflettere su come procedere per migliorare la situazione.

Occorre inoltre esaminare due questioni preliminari.

In primo luogo, le norme europee sul governo societario si applicano alle società "quotate" (vale a dire, alle società che emettono azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato). In generale, non viene operata alcuna distinzione in base alle dimensioni o al tipo di società¹². In alcuni Stati membri, tuttavia, vigono codici di governo societario specificamente rivolti alle piccole e medie imprese quotate¹³, nelle quali l'azionista di maggioranza può ricoprire anche il ruolo di dirigente. Si tratta di codici che includono raccomandazioni che rispecchiano le dimensioni e la struttura delle imprese e la cui attuazione è meno complessa per le piccole imprese. In altri Stati membri, i codici concepiti per tutte le società quotate contengono alcune disposizioni appositamente destinate alle piccole imprese¹⁴. Si tratta dunque di capire se l'UE debba adottare approcci diversi a seconda delle dimensioni delle imprese e come meglio tener conto di eventuali difficoltà connesse all'applicazione di alcune prassi di governo societario da parte di imprese di dimensioni e tipi diversi¹⁵.

In secondo luogo, anche gli azionisti di società non quotate possono ritenere che il buon governo societario sia un fattore importante. Sebbene alcune questioni relative al governo societario siano già state disciplinate da disposizioni del diritto societario applicabile alle società private, molte altre ne sono rimaste escluse. Sarà probabilmente necessario incoraggiare l'uso di orientamenti sul governo societario per le società non quotate: un governo societario corretto ed efficiente è un valore importante anche per le società non quotate, specialmente se si considera la rilevanza economica di alcune società non quotate di grandi dimensioni. Inoltre, imporre eccessivi oneri alle società quotate potrebbe rendere meno attraente la scelta della quotazione. Tuttavia, i principi concepiti per le società quotate non possono essere semplicemente trasferiti a quelle non quotate, in quanto queste ultime devono

¹¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

¹² Vi sono, però, delle eccezioni: ad esempio l'articolo 41, paragrafo 1, secondo comma, della Direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE del Consiglio e abroga la direttiva 84/253/CEE del Consiglio (GU L 147 del 9.6.2006, pag. 87), permette agli Stati membri di esentare le PMI quotate dall'obbligo di istituire un apposito comitato per il controllo interno e per la revisione contabile.

¹³ Cfr., ad esempio, il *Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites*, dicembre 2009, Middelnext, disponibile al seguente indirizzo internet: <http://www.middelnext.com/>.

¹⁴ Cfr., ad esempio, *UK Corporate Governance Code*, disponibile al seguente indirizzo internet: <http://www.frc.org.uk/corporate/ukcgcode.cfm>.

¹⁵ L'idea di ridurre gli oneri per le piccole e medie imprese ispira anche la revisione in corso delle direttive contabili (direttive 78/660/EEC e 83/349/EEC del Consiglio), sebbene intesa principalmente alle imprese non quotate, e il Libro verde sulla politica in materia di revisione contabile, pubblicato nel 2010 (COM(2010)561), disponibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_it.pdf.

affrontare sfide molto diverse. Sono già stati stilati alcuni codici volontari e sono già state intraprese iniziative da parte di organismi professionali, a livello europeo¹⁶ o nazionale¹⁷. Si tratta quindi di valutare se sia necessario promuovere un'azione a livello UE sul governo societario nelle società non quotate.

Domande:

- (1) Le misure UE sul governo societario devono tenere conto delle dimensioni delle società quotate? In che modo? Andrebbe stabilito un regime differenziato e proporzionato per le piccole e medie imprese quotate? In tal caso, esistono definizioni o soglie idonee? In caso affermativo, si prega di suggerire, nelle risposte fornite, come eventualmente adattare alle PMI.
- (2) Quali misure relative al governo societario nelle società non quotate andrebbero adottate a livello UE? L'UE dovrebbe concentrarsi sulla promozione dell'elaborazione e dell'applicazione di codici volontari per le società non quotate?

1. CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nel presente Libro verde, il termine "consiglio di amministrazione" si riferisce essenzialmente alla funzione di controllo svolta dagli amministratori. In una struttura dualistica, tale funzione è generalmente esercitata dal consiglio di sorveglianza¹⁸. Sempre in una struttura dualistica, il termine "amministratore senza incarichi esecutivi" si estende ai membri del consiglio di sorveglianza.

Il consiglio di amministrazione ha un ruolo cruciale nella responsabilizzazione delle società. Da molti punti di vista, il ruolo svolto dal presidente sembra avere un impatto importante sul funzionamento del consiglio di amministrazione e sulla sua riuscita. Partendo da questa considerazione, una definizione più precisa della posizione e delle responsabilità del presidente del consiglio di amministrazione potrebbe risultare utile.

Domanda:

- (3) L'UE dovrebbe cercare di assicurare che le funzioni e i compiti del presidente del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato siano chiaramente distinti?

¹⁶ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*, European Confederation of Directors' Associations (EcoDa), disponibile al seguente indirizzo internet: http://www.ecoda.org/docs/ECODA_WEB.pdf.

¹⁷ Per il Belgio, ad esempio, cfr. *Buysse Code – Corporate governance recommendations for non-listed enterprises* (http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_EN.pdf); in Finlandia esiste un'iniziativa della camera di commercio centrale dal titolo *Improving corporate governance of unlisted companies* (<http://www.keskuskauppamari.fi/content/download/19529/421972>); per la Gran Bretagna, cfr. *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK*, Institute of Directors (http://www.iod.com/MainWebsite/Resources/Document/corp_gov_guidance_and_principles_for_unlisted_companies_in_the_uk_final_1011.pdf).

¹⁸ Il presente Libro verde non ha alcuna incidenza sul ruolo assegnato ai diversi organi di una società e alla partecipazione dei lavoratori al consiglio di amministrazione secondo la normativa nazionale.

Di seguito vengono presi in esame altri temi che meritano di essere vagliati più attentamente, nella prospettiva di consentire al consiglio di amministrazione di opporsi con efficacia a eventuali decisioni prese dai dirigenti.

1.1. Composizione del consiglio di amministrazione

La composizione del consiglio di amministrazione deve essere in linea con le attività della società in questione. I membri del consiglio senza incarichi esecutivi dovrebbero essere selezionati sulla base di un ampio ventaglio di criteri, ad es.: merito, qualifiche professionali, esperienze acquisite, qualità personali dei candidati, indipendenza e diversità¹⁹.

La diversità dei profili e delle esperienze dei membri offre al consiglio una gamma di valori, di punti di vista e di competenze²⁰. Può anche fornire un più ampio ventaglio di risorse e competenze. La presenza di uomini e donne, esperienze diverse in materia di *leadership* e provenienze sia nazionali che regionali possono costituire mezzi efficaci per prevenire la "mentalità di gruppo" e consentire la nascita di idee nuove. Una maggiore diversità alimenta il dibattito, favorisce la vigilanza e la messa in discussione di talune decisioni all'interno del consiglio di amministrazione e, potenzialmente, migliora la qualità delle decisioni, anche se a volte il processo decisionale può comportare tempi più lunghi. In quest'ottica, l'impegno e il sostegno forniti dal presidente sono indispensabili.

1.1.1. Diversità professionale

La diversità delle esperienze professionali è considerata essenziale, perché consente al consiglio di amministrazione di svolgere con efficacia il suo lavoro. Si tratta di una diversità necessaria, in quanto permette all'intero consiglio di comprendere, ad esempio, le complessità dei mercati mondiali, gli obiettivi finanziari della società e l'impatto della sua attività sulle diverse parti interessate, inclusi i dipendenti. Le società interpellate dalla Commissione hanno riconosciuto l'importanza di scegliere profili complementari al momento di selezionare i membri del consiglio. Tuttavia, ad oggi, nella pratica, questo non sempre avviene. Ad esempio, il 48% dei consigli di amministrazione europei non possono contare su un amministratore con un profilo legato al settore vendite o al settore marketing e il 37% dei comitati per il controllo interno e per la revisione contabile non può contare tra i propri membri un direttore finanziario o un ex-direttore finanziario²¹.

Una valutazione precisa delle competenze e delle capacità rappresenta il fattore più rilevante al momento della selezione dei membri del consiglio di amministrazione senza incarichi esecutivi. Pertanto, politiche di selezione che consentono di individuare le competenze specifiche richieste dal consiglio di amministrazione possono contribuire ad aumentarne la capacità di esercitare un controllo efficace sulla società.

¹⁹ È opportuno notare che alcuni Stati membri prevedono la partecipazione dei lavoratori ai consigli di amministrazione.

²⁰ *Enhancing stakeholder diversity in the Board room*, serie The Erfurt meetings, n.1, marzo 2008, pubblicato da European Citizens' Seminars e.V. (Erfurt, Germania).

²¹ Heidrick & Struggles, *Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times*, relazione basata su un campione di 371 principali società in 13 paesi stabilito sulla base della borsa valori di riferimento.

1.1.2. Diversità internazionale

Su un campione di società europee quotate di grandi dimensioni, in media il 29% dei membri del consiglio di amministrazione sono stranieri²². Tuttavia, vi sono sensibili differenze da un paese europeo all'altro. Mentre i Paesi Bassi sono al primo posto, con il 54% di membri stranieri, tale percentuale scende all'8% in Germania. Ancora oggi, una su quattro grandi società europee quotate non conta membri stranieri nel proprio consiglio di amministrazione.

Alcune società hanno sottolineato l'importanza della presenza di membri stranieri nel consiglio di amministrazione delle società internazionali, mentre altre hanno evidenziato le difficoltà derivanti da culture e lingue diverse. Nelle società che contano membri stranieri nel consiglio di amministrazione si riscontra una correlazione tra la presenza geografica della società e la provenienza degli amministratori internazionali. La conoscenza dei mercati regionali è spesso citata quale fattore cruciale nella scelta di candidati stranieri per il consiglio di amministrazione.

1.1.3. Diversità di genere

Il tema della diversità di genere nel processo decisionale economico viene trattato in maniera esaustiva nella comunicazione della Commissione del settembre 2010 dal titolo "Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015"²³ e nel seguito datogli dalla Commissione²⁴. Secondo i dati raccolti dalla Commissione, la percentuale di donne nei consigli di amministrazione (o di sorveglianza) delle società quotate nell'UE è attualmente in media pari a circa il 12%²⁵. È un fatto provato che l'aumento del numero di donne in possesso di diploma di laurea non modifica in misura significativa questo dato²⁶. Di conseguenza, un certo numero di Stati membri hanno preso, o prevedono di prendere, misure per garantire un maggior equilibrio tra uomini e donne nei consigli di amministrazione²⁷. Inoltre, alcune delle società interpellate dalla Commissione hanno riconosciuto che obblighi di questo genere hanno contribuito a professionalizzare la procedura di selezione.

La diversità di genere può contribuire ad affrontare il problema dalla "mentalità di gruppo". È un fatto altrettanto provato che le donne hanno uno stile di *leadership* diverso²⁸ frequentano più assiduamente le riunioni del consiglio di amministrazione²⁹ e hanno un impatto positivo sull'intelligenza collettiva del gruppo³⁰. Alcuni studi indicano una correlazione positiva tra la

²² Cfr. Heidrick & Struggles.

²³ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, "Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015", COM(2010) 491.

²⁴ Per maggiori dettagli, cfr. il documento di lavoro dei servizi della Commissione *The gender balance in business leadership*, SEC(2011) 246 definitivo.

²⁵ Commissione europea, Banca dati: uomini e donne nelle posizioni di responsabilità <http://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=764&langId=it>.

²⁶ *Women matter*, McKinsey & Company 2007, 2010.

²⁷ Cfr. il succitato documento di lavoro dei servizi della Commissione.

²⁸ Cfr. *Women matter*, McKinsey & Company 2008.

²⁹ Adams e Ferreira 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', in *Journal of Financial Economics* 94 (2009).

³⁰ Woolley, Chabris, Pentland, Hashmi e Malone, 'Evidence for a Collective Intelligence Factor in the Performance of Human Groups', *Scienceexpress*, 30 settembre 2010.

percentuale delle donne nel consiglio di amministrazione e i risultati della società³¹, sebbene, secondo altri, l'impatto globale della presenza femminile sulle prestazioni aziendali sia più sfumato³². Sebbene questi studi non provino l'esistenza di un rapporto di causalità, la correlazione depone a favore dell'equilibrio tra uomini e donne nella direzione delle società e nel loro processo decisionale. In ogni caso, la promozione della presenza femminile nei consigli di amministrazione ha un effetto positivo indiscutibile: contribuisce ad aumentare le risorse di talento alle quali poter attingere per occupare i posti più elevati negli organi di direzione e di controllo delle società. Per questo motivo, nella comunicazione sulla "Strategia per la parità tra donne e uomini" la Commissione sottolinea che nei prossimi cinque anni "prenderà in considerazione iniziative mirate al fine di migliorare l'equilibrio tra i generi nel processo decisionale".

Tuttavia, non è sufficiente introdurre misure quali quote o obiettivi per ottenere un maggior equilibrio tra uomini e donne nei consigli di amministrazione se contemporaneamente non si adottano anche politiche a favore della diversità, che contribuiscano a riconciliare vita privata e vita lavorativa, per uomini e donne, incoraggiando in particolare le pratiche del *mentoring* e del *networking* e una un'adeguata formazione alle posizioni dirigenziali, tutti elementi essenziali per le donne che desiderano intraprendere una carriera che le porti a ricoprire posizioni nei consigli di amministrazione. Sebbene la scelta di introdurre tali politiche a favore della diversità spetti alle società, è perlomeno necessario che i consigli di amministrazione abbiano l'obbligo di prendere in considerazione queste tematiche e rendano pubbliche le decisioni prese al riguardo. La Commissione tratterà queste questioni nel contesto del seguito che verrà dato alla comunicazione "Strategia per la parità tra donne e uomini 2010-2015" del settembre 2010 e al presente Libro verde.

Domande:

- | | |
|-----|--|
| (4) | Le politiche di selezione del personale dovrebbero definire con maggiore precisione il profilo degli amministratori, incluso il presidente, per garantire che possiedano le necessarie competenze e che la composizione del consiglio di amministrazione presenti un'adeguata diversità? In caso affermativo, come ritenete sia meglio procedere e a che livello: nazionale, UE, internazionale? |
| (5) | Le società quotate dovrebbero essere tenute a comunicare se hanno adottato politiche a favore della diversità? In caso affermativo, dovrebbero descriverne gli obiettivi e le linee principali e pubblicare periodicamente una relazione sui progressi ottenuti? |
| (6) | Le società quotate dovrebbero essere tenute a garantire un maggior equilibrio tra uomini e donne nel consiglio di amministrazione? In caso affermativo, in che modo? |

1.2. Disponibilità e impegno in termini di tempo

Il ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi ha acquisito maggior complessità e importanza. Una serie di codici nazionali e di disposizioni legislative sul governo societario sono il riflesso di una tale evoluzione. Gli Stati membri hanno cercato di stabilire il principio secondo il quale gli amministratori senza incarichi esecutivi devono dedicare tempo

³¹ Cfr. *Women matter*, McKinsey & Company 2007; *Female Leadership and Firm Profitability*, Finnish Business and Policy Forum — EVA 2007; *The Bottom Line: Connecting Corporate Performance and Gender Diversity*, Catalyst 2004.

³² Cfr. Adams e Ferreira.

sufficiente allo svolgimento dei propri compiti. Alcuni Stati membri si sono spinti oltre e raccomandano o limitano il numero di consigli di amministrazione nei quali un amministratore può detenere un incarico.

Porre un limite al numero degli incarichi può rappresentare una soluzione semplice per assicurare che gli amministratori senza incarichi esecutivi dedichino sufficiente tempo alla società che sono incaricati di controllare e di sorvegliare. I limiti dovrebbero tener conto della situazione personale degli amministratori senza incarichi esecutivi e della società in questione. Dovrebbero inoltre tenere in considerazione vari fattori: se gli incarichi sono ricoperti in società non soggette a vigilanza³³ o non appartenenti a gruppi, se la persona in questione occupa anche incarichi esecutivi, se ricopre un incarico non esecutivo ordinario o una presidenza, e se ricopre ulteriori incarichi negli organi di sorveglianza di società soggette a obblighi simili a quelli che si applicano alle società quotate.

Domanda:

(7) Ritenete che sia necessaria una misura a livello UE per limitare il numero di incarichi che un amministratore senza incarichi esecutivi può ricoprire? In caso affermativo, come dovrebbe essere formulata?

1.3. Valutazione del consiglio di amministrazione

Secondo la raccomandazione della Commissione del 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate³⁴ il consiglio di amministrazione dovrebbe valutare ogni anno il proprio operato. Ciò comprende una valutazione della composizione, organizzazione e funzionamento del consiglio in quanto gruppo, un giudizio sulla competenza e l'efficienza di ciascun membro e dei comitati presenti al suo interno, nonché la valutazione dell'operato del consiglio rispetto a eventuali obiettivi fissati.

Ricorrere con regolarità (ad esempio, ogni tre anni) ad un facilitatore esterno potrebbe migliorare la qualità della valutazione del consiglio, in quanto fornirebbe una prospettiva oggettiva e consentirebbe di condividere le migliori pratiche in uso presso altre società³⁵. Ancor oggi, però, sembra che i fornitori di servizi di questo tipo siano poco numerosi in alcuni mercati nazionali. Ciò detto, una maggior domanda dovrebbe contribuire a stimolare l'offerta.

I dati raccolti dalla Commissione indicano che è soprattutto nei periodi di crisi o in caso di mancanza di comunicazione tra i membri del consiglio di amministrazione che un valutatore

³³ "Impresa controllata": secondo la definizione di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE Cfr. anche il rapporto tra impresa madre e impresa figlia, di cui all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE relativa ai conti consolidati.

³⁴ Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE, del 15 febbraio 2005, sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza.

³⁵ Cfr. anche, ad esempio, OCSE, *Corporate Governance and the Financial Crisis - Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, 24 febbraio 2010, pag. 20.

esterno rappresenta un chiaro valore aggiunto. L'atteggiamento del presidente sembra determinante per il successo della valutazione.

Oltre ai punti segnalati nella raccomandazione della Commissione, la valutazione dovrebbe anche riguardare la qualità e la tempestività delle informazioni ricevute dal consiglio di amministrazione, la risposta dei dirigenti alle richieste di chiarimenti e il ruolo del presidente³⁶. Onde incoraggiare la massima trasparenza, occorre garantire una certa riservatezza. Di conseguenza, l'obbligo di pubblicità dovrebbe limitarsi all'illustrazione del processo di valutazione.

Domanda:

(8) Le società quotate dovrebbero essere incoraggiate a procedere ad una valutazione esterna a scadenza regolare (ad es. ogni tre anni)? In caso affermativo, in che modo?

1.4. Remunerazione degli amministratori

Il concetto di governo societario si incentra essenzialmente sui problemi risultanti dalla separazione tra proprietà e controllo, in particolare il rapporto principale-agente tra azionisti e amministratori con incarichi esecutivi. La remunerazione degli amministratori è lo strumento più ampiamente utilizzato per far coincidere gli interessi degli azionisti e degli amministratori con incarichi esecutivi, in modo da ridurre i costi di agenzia. Negli ultimi anni la remunerazione variabile, normalmente legata ai risultati e alle responsabilità, è diventata sempre più comune. Tuttavia, è emersa una discrepanza tra risultati e remunerazione degli amministratori con incarichi esecutivi. Politiche retributive o strutture di incentivi di scarsa qualità possono causare trasferimenti ingiustificati di valore verso gli amministratori con incarichi esecutivi a detrimento della società, dei suoi azionisti e delle altre parti in causa. Inoltre, privilegiare i criteri legati all'ottenimento di risultati a breve termine può avere un'incidenza negativa sulla sostenibilità a lungo termine di una società.

La Commissione ha affrontato i problemi legati alla remunerazione degli amministratori in tre diverse raccomandazioni³⁷. Le principali raccomandazioni formulate riguardano: la divulgazione della politica retributiva e della remunerazione dei singoli amministratori con incarichi esecutivi e non esecutivi, il voto degli azionisti sulla relazione concernente le remunerazioni, la creazione di un comitato indipendente per le remunerazioni e incentivi idonei a stimolare sia i risultati che la creazione di valore aggiunto a lungo termine da parte delle società quotate. Alcune relazioni della Commissione³⁸ evidenziano che un certo numero di Stati membri non ha affrontato queste problematiche in modo adeguato. D'altro canto, sembra essere in aumento la tendenza da parte degli Stati membri a legiferare in materia di divulgazione delle informazioni e di voto degli azionisti. Nel 2009 il Forum europeo sul governo societario ha raccomandato di rendere obbligatoria la divulgazione delle politiche retributive e delle singole remunerazioni per tutte le società quotate³⁹. Ha inoltre raccomandato l'introduzione di un voto degli azionisti, vincolante o consultivo, sulla dichiarazione relativa alle remunerazioni e una maggiore indipendenza degli amministratori senza incarichi esecutivi partecipanti alla definizione delle politiche retributive. La Commissione aveva condotto una consultazione su questo tema anche nel contesto del Libro

³⁶ Cfr. Higgs, D. *Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, gennaio 2003.

³⁷ Raccomandazioni 2004/913/CE, 2005/162/CE e 2009/385/CE della Commissione.

³⁸ Relazioni della Commissione SEC (2007) 1022 e (2010) 285.

³⁹ Dichiarazione del Forum europeo sul governo societario, del 23 marzo 2009.

verde sul governo societario negli istituti finanziari del 2010⁴⁰. La consultazione nel quadro del presente Libro verde si propone di raccogliere osservazioni sulle questioni più specifiche riportate qui di seguito.

Domande:

- (9) Dovrebbe essere resa obbligatoria la divulgazione della politica retributiva, della relazione annuale sulle remunerazioni (incentrata sull'attuazione della politica retributiva nel corso dell'esercizio precedente) e delle singole remunerazioni degli amministratori con incarichi esecutivi e non esecutivi?
- (10) Dovrebbe essere reso obbligatorio sottoporre al voto degli azionisti la politica retributiva e la relazione sulla sua attuazione?

1.5. Gestione dei rischi

Ogni società, indipendentemente dal campo specifico di attività, deve far fronte ad un ampio ventaglio di rischi, sia interni che esterni. A seconda delle caratteristiche che le contraddistinguono (campo di attività, dimensione internazionale, complessità), le società dovrebbero sviluppare un'adeguata cultura del rischio nonché modalità di gestione che consentano di affrontarli efficacemente. Alcune imprese devono affrontare rischi che hanno gravi ripercussioni sulla società nel suo complesso: rischi legati ai cambiamenti climatici⁴¹, all'ambiente (basti pensare ai numerosi drammatici casi di fuoriuscite di petrolio degli ultimi decenni), rischi per la salute, la sicurezza, i diritti umani, ecc. Altre società, invece, gestiscono infrastrutture critiche il cui malfunzionamento o la cui distruzione potrebbe avere notevoli conseguenze a livello internazionale⁴². Tuttavia, le attività che potrebbero potenzialmente generare rischi di questo tipo sono disciplinate da normative settoriali e soggette alla sorveglianza delle autorità competenti. Quindi, tenendo in considerazione la diversità delle varie situazioni, non sembra possibile proporre un modello unico di gestione del rischio per tutte le tipologie di società. È tuttavia indispensabile che il consiglio di amministrazione garantisca una sorveglianza idonea dei processi di gestione dei rischi.

Una politica di gestione dei rischi efficace e coerente deve chiaramente "venire dall'alto", ossia essere decisa a livello di consiglio di amministrazione per l'intera organizzazione. È opinione comune⁴³ che la responsabilità di definire il profilo di rischio di una determinata organizzazione competa in primo luogo al suo consiglio di amministrazione, in funzione della strategia seguita, e che ad esso spetti anche di sorvegliarla adeguatamente per garantirne l'efficace funzionamento.

⁴⁰ Cfr. la domanda 7.1. I partecipanti alla consultazione hanno generalmente espresso l'opinione che gli incentivi destinati agli amministratori debbano essere adeguatamente strutturati in modo da incoraggiare risultati a lungo termine e sostenibili per le società. Tuttavia, la maggioranza dei partecipanti alla consultazione si è detta contraria all'introduzione di misure normative riguardanti la struttura delle remunerazioni nelle società quotate. Ciononostante, alcuni dei partecipanti hanno dichiarato che accoglierebbero positivamente una maggiore trasparenza in materia di politiche retributive degli amministratori delle società quotate e l'introduzione di un voto degli azionisti.

⁴¹ Ad es.: resilienza degli investimenti di un'impresa ai cambiamenti climatici o a implicazioni finanziarie o di altro tipo derivanti da regolamenti sulle emissioni di gas a effetto serra.

⁴² Pagina web dell'UE sulla "protezione delle infrastrutture critiche": http://europa.eu/legislation_summaries/justice_freedom_security/fight_against_terrorism/jl0013_en.htm

⁴³ Secondo quanto risulta da consultazioni effettuate dalla Commissione.

Possono esservi delle differenze, dovute alla diversità dei quadri giuridici in vigore e in particolare alla natura dualistica o monistica del consiglio di amministrazione. In ogni caso è indispensabile definire con chiarezza i ruoli e le responsabilità di tutte le parti coinvolte nel processo di gestione dei rischi, e cioè: il consiglio di amministrazione, i dirigenti e tutto il personale operativo addetto alla funzione di gestione del rischio. Le descrizioni delle funzioni devono essere pubbliche all'interno e all'esterno.

Domande:

- (11) Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio debba approvare ed essere responsabile della propensione al rischio della società e che ne renda conto con chiarezza agli azionisti? L'obbligo di informazione dovrebbe includere anche i principali rischi sociali?
- (12) Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio di amministrazione debba garantire che le disposizioni sulla gestione dei rischi adottate dalla società siano efficaci e commisurate al suo profilo di rischio?

2. AZIONISTI

Del ruolo degli azionisti nel quadro del governo societario si è occupato il Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari pubblicato nel giugno 2010.

Il predetto Libro verde constata che la mancanza di adeguato interesse da parte degli azionisti a indurre i dirigenti degli istituti finanziari a rendere conto del loro operato ha contribuito a deresponsabilizzarli e può aver condotto ad un'eccessiva assunzione di rischi da parte degli istituti finanziari. Il Libro verde constata che in molti casi gli azionisti hanno ritenuto che i profitti attesi giustificassero i rischi assunti, dando così un avallo implicito all'eccessiva assunzione di rischi, in particolar modo attraverso un notevole ricorso all'effetto leva. Ciò si spiega con il fatto che gli azionisti beneficiano pienamente di una tale strategia, quando è vincente, mentre partecipano alle perdite solo finché il valore delle loro azioni raggiunge lo zero, dopodiché ogni ulteriore perdita è a carico dei creditori (si tratta della cosiddetta "responsabilità limitata" degli azionisti).

Il comportamento degli azionisti in seno agli istituti finanziari, per quanto riguarda l'eccessiva assunzione di rischi, potrebbe rappresentare un caso a parte, data la complessità e la mancanza di chiarezza delle operazioni di detti istituti. Ciononostante, gli elementi raccolti in preparazione del presente Libro verde indicano che le conclusioni del Libro verde del 2010 in merito alla mancanza di impegno attivo da parte degli azionisti e alle relative cause, spiegano in larga misura anche il comportamento degli azionisti di società quotate ad azionariato diffuso. Nelle società dove esiste un azionista dominante o di controllo, sembra che la sfida principale sia assicurare che gli interessi (economici) degli azionisti di minoranza siano adeguatamente protetti. Inoltre, gli azionisti di minoranza che desiderino impegnarsi attivamente nella società possono a volte dover far fronte alle difficoltà descritte qui di seguito.

2.1. Mancanza di un impegno attivo adeguato da parte degli azionisti

Nell'accezione comunemente accolta, l'impegno attivo da parte degli azionisti si esprime in genere attraverso la sorveglianza attiva delle società, il dialogo con il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei propri diritti di azionista, incluso, eventualmente, il diritto di

voto e di cooperazione con altri azionisti al fine di migliorare il governo della società di cui detengono le azioni per favorire la creazione di valore a lungo termine. Sebbene l'impegno attivo da parte di investitori a breve termine possa avere effetti positivi⁴⁴ il concetto di impegno attivo designa in generale un'attività che produce risultati a lungo termine per gli azionisti⁴⁵. La Commissione ritiene quindi che siano in primo luogo gli investitori a lungo termine⁴⁶ ad avere interesse a impegnarsi attivamente nella società.

Alcune delle ragioni alla base dello scarso impegno attivo degli azionisti sono state descritte nel Libro verde del 2010 e non vengono quindi riesaminate in questo contesto. Alcune di queste ragioni, quali i costi che l'impegno attivo comporta, la difficoltà di quantificarne la redditività, l'incertezza riguardo ai risultati, ivi compreso il comportamento opportunistico di alcuni approfittatori, sembrano avere un impatto sulla maggioranza degli investitori istituzionali⁴⁷. Nel Libro verde del 2010 la Commissione ha anche chiesto se sia opportuno imporre agli investitori istituzionali, inclusi i proprietari e i gestori degli attivi, l'obbligo di divulgare le loro politiche di voto e i risultati delle votazioni. La maggior parte degli interpellati ha risposto affermativamente. A loro parere, la pubblicazione di tali informazioni migliorerebbe la consapevolezza degli investitori, ottimizzerebbe le decisioni di investimento da parte degli investitori ultimi, faciliterebbe il dialogo tra emittenti e investitori e incoraggerebbe l'impegno attivo degli azionisti. Una delle opzioni attualmente al vaglio della Commissione riguarda pertanto un quadro in materia di trasparenza delle politiche di voto e di divulgazione di informazioni di carattere generale sulla loro applicazione, pur nel rispetto della parità di trattamento degli azionisti.

2.2. I mercati finanziari prediligono il breve termine

Gli importanti cambiamenti che hanno investito i mercati finanziari negli ultimi decenni, tra cui la comparsa di nuovi prodotti e i cambiamenti tecnologici, si sono concentrati sulla funzione di negoziazione dei mercati dei capitali, contribuendo a velocizzarla e a renderla più efficiente. Innovazioni quali la negoziazione ad alta frequenza e la negoziazione automatica sembrano aver portato ad un aumento della liquidità ma hanno altresì contribuito ad accorciare il periodo di detenzione delle azioni. Nel corso degli ultimi vent'anni si è assistito ad un drastico accorciamento degli orizzonti di investimento. Il volume di operazioni sulle principali borse mondiali rappresenta attualmente il 150% della capitalizzazione di borsa aggregata annua, il che corrisponde ad un periodo medio di detenzione di 8 mesi.

Contemporaneamente, si è assistito ad un aumento nell'intermediazione degli investimenti, con un conseguente amplificarsi dell'importanza della relazione di agenzia tra gli investitori a lungo termine e i gestori dei loro attivi. È stato sostenuto che la relazione di agenzia contribuisce in realtà ad accentuare la predilezione per il breve termine, il che potrebbe causare anche un'errata valutazione dei prezzi, favorire il comportamento del gregge (*herd behaviour*), accrescere la volatilità e l'assenza di proprietà delle società quotate. Questo aspetto è illustrato nella sezione 2.3.

⁴⁴ Ad esempio, l'impegno da parte di investitori istituzionali tipicamente orientati al breve termine (come ad esempio i fondi speculativi "attivisti") potrebbe avere effetti benefici perché agisce da catalizzatore di cambiamenti a livello di governo societario e accresce la consapevolezza degli altri azionisti.

⁴⁵ Cfr. *UK Stewardship Code*.

⁴⁶ Investitori che hanno obbligazioni a lungo termine nei confronti dei loro beneficiari, come ad esempio: fondi pensione, compagnie di assicurazione sulla vita, fondi pensione statali e fondi sovrani.

⁴⁷ Nel presente Libro verde, l'espressione "investitori istituzionali" è intesa in senso lato, ossia ogni soggetto che investe a titolo professionale (anche) per conto di clienti e beneficiari.

Alcuni investitori hanno altresì lamentato il fatto che la regolamentazione tende a favorire il breve termine, impedendo in particolare agli investitori a lungo termine di adottare strategie di investimento di lungo periodo. Nel corso delle consultazioni preliminari tra la Commissione e le parti interessate è emerso che la normativa in materia di solvibilità e di norme contabili applicabile ai fondi pensione, intesa a promuovere una maggiore trasparenza e una valutazione più realistica dei mercati, ha avuto conseguenze impreviste.

Domanda:

(13) Vogliate indicare eventuali norme UE vigenti che, a vostro parere, possono contribuire a promuovere tra gli investitori una predilezione, inopportuna, per il breve termine e suggerite in che modo tali norme possano essere modificate per evitare simili comportamenti.

2.3. La relazione di agenzia tra investitori istituzionali e gestori degli attivi

La Commissione riconosce che non tutti gli investitori debbano impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito. Gli investitori sono liberi di scegliere un modello di investimento orientato al breve termine senza un impegno attivo.

Tuttavia, la relazione di agenzia tra gli investitori istituzionali (proprietari degli attivi) e i loro gestori contribuisce ad accrescere la predilezione per breve termine dei mercati dei capitali e all'errata valutazione dei prezzi⁴⁸. Si tratta di una tematica particolarmente importante per quanto concerne l'inattività degli azionisti che prediligono investimenti a lungo termine.

2.3.1. La predilezione per il breve termine e i contratti di gestione degli attivi

Sembrerebbe che il modo di valutare i risultati raggiunti dai gestori degli attivi e la struttura di incentivo delle loro remunerazioni e delle loro commissioni incoraggino i gestori a prediligere il breve termine. Esistono elementi (confermati dai colloqui avuti dalla Commissione con gli investitori istituzionali) che mostrano che molti gestori di attivi vengono scelti, valutati e retribuiti sulla base di risultati relativi a breve termine. La valutazione dei risultati su base relativa, vale a dire facendo riferimento al posizionamento positivo o negativo dei gestori rispetto ad un indice di mercato, può incoraggiare comportamenti del gregge e la predilezione per il breve termine, in particolare se i risultati vengono misurati su un breve lasso di tempo. La Commissione ritiene che gli incentivi al breve termine nei contratti di gestione degli attivi possano contribuire in modo significativo a incoraggiare la predilezione per il breve termine da parte dei gestori degli attivi, un atteggiamento che ha probabilmente un impatto sull'apatia degli azionisti.

Nel Libro verde del giugno 2010⁴⁹, molti degli interpellati sostenevano la necessità di divulgare più ampiamente le informazioni sulle strutture di incentivo per i gestori degli attivi. Occorre però stabilire se sia opportuno introdurre misure aggiuntive per un miglior allineamento degli interessi degli investitori a lungo termine e dei gestori degli attivi (ad esempio attraverso la definizione di una serie di principi di investimento).

⁴⁸ Paul Woolley, 'Why are financial markets so inefficient and exploitative — and a suggested remedy', in *The Future of Finance: The LSE Report*, 2010.

⁴⁹ Gli interpellati favorevoli alla divulgazione erano nella maggior parte dei casi investitori, gestori di attivi, imprese del settore dei servizi finanziari e professionisti d'affari.

Domanda:

- | |
|--|
| (14) È necessario adottare misure e, in caso affermativo, quali, riguardo alla valutazione dei risultati e alla struttura di incentivo dei gestori di attivi che si occupano dei portafogli degli investitori istituzionali a lungo termine? |
|--|

2.3.2. *Mancanza di trasparenza nell'esecuzione delle obbligazioni fiduciarie*

Una maggior trasparenza in materia di esecuzione delle obbligazioni fiduciarie da parte dei gestori degli attivi, tra cui l'indicazione delle strategie di investimento scelte, il costo della rotazione del portafoglio, la compatibilità o meno della rotazione del portafoglio con la strategia scelta, i costi e i benefici derivanti da un impegno attivo, ecc., potrebbe contribuire a chiarire se le attività dei gestori degli attivi sono benefiche per gli investitori istituzionali a lungo termine e creino per loro valore a lungo termine.

Inoltre, potrebbe risultare utile⁵⁰ la pubblicazione di informazioni sul livello e sulla portata dell'impegno attivo nelle società detenute che il proprietario degli attivi si aspetta dal gestore degli attivi e sulle attività svolte da quest'ultimo.

Una maggior trasparenza su questi temi aiuterebbe gli investitori istituzionali a controllare meglio i loro agenti e a esercitare una maggiore influenza sul processo di investimento. Grazie a questa maggiore vigilanza, gli investitori istituzionali a lungo termine potrebbero decidere di rinegoziare i contratti di gestione degli attivi per introdurre dei limiti alla rotazione del portafoglio e imporre ai loro gestori di farsi guardiani più attivi delle società partecipate⁵¹.

Domanda:

- | |
|--|
| (15) La normativa UE dovrebbe promuovere una vigilanza più efficace sui gestori di attivi da parte degli investitori istituzionali per quanto riguarda le strategie, i costi, la negoziazione e la misura in cui i gestori degli attivi devono impegnarsi attivamente nelle società partecipate. In caso affermativo, in che modo? |
|--|

2.4. Altri possibili ostacoli ad un impegno attivo da parte degli investitori istituzionali

2.4.1. *Conflitti di interesse*

La presenza di conflitti di interesse nel settore finanziario sembra essere una delle ragioni alla base della mancanza di impegno attivo da parte degli azionisti. Spesso i conflitti di interesse sorgono quando un investitore istituzionale, un gestore di attivi, o la sua impresa madre, detengono interessi commerciali nella società partecipata. Questo può succedere, ad esempio, nei gruppi finanziari dove la succursale incaricata della gestione degli attivi può non voler esercitare apertamente i propri diritti di azionista in una società a cui la sua impresa madre fornisce dei servizi o nella quale detiene una partecipazione

⁵⁰ Cfr. anche il paragrafo 7.3.4 della consultazione pubblica sulla revisione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (Mifid): http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

⁵¹ Il 31 gennaio 2010 lo *Shareholder Responsibilities Committee* dell'ICGN (*International Corporate Governance Network*) ha pubblicato un invito scritto a presentare contributi riguardo alle clausole contrattuali tipo degli accordi tra i proprietari degli attivi e i loro gestori di fondi: http://www.icgn.org/policy_committees/shareholder-responsibilities-committee/-/page/307/.

Domanda:

(16) La normativa UE dovrebbe imporre una certa indipendenza dell'organo di governo dei gestori di attivi, ad esempio rispetto all'impresa madre, o sono necessarie altre misure (legislative) per migliorare la divulgazione di informazioni e la gestione dei conflitti di interesse?

2.4.2. *Ostacoli alla partecipazione degli azionisti*

Per gli investitori singoli, in particolare se in possesso di portafogli diversificati, l'impegno attivo non sempre dà risultati positivi. La cooperazione tra azionisti potrebbe aiutarli ad essere più efficaci.

Molti degli interpellati in preparazione del Libro verde del 2010 hanno suggerito la modifica della vigente normativa UE sull'azione concertata, perché potrebbe ostacolare l'efficace cooperazione tra gli azionisti. La Commissione riconosce che regole più chiare e uniformi in materia di azione concertata potrebbero essere utili a questo riguardo. Sono state proposte altre idee per facilitare la cooperazione tra azionisti: alcuni hanno proposto l'organizzazione di appositi forum per la cooperazione tra azionisti, mentre altri hanno suggerito la creazione di un sistema UE di sollecitazione delle deleghe di voto, secondo il quale le società quotate sarebbero tenute a creare una funzione specifica sul proprio sito internet che consenta agli azionisti di pubblicare informazioni riguardo a particolari punti all'ordine del giorno e di sollecitare le deleghe di voto di altri azionisti.

Alcuni investitori hanno segnalato che l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto risulta ancora problematico e che la normativa UE dovrebbe facilitarlo. La direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (2007/36/CE) ha contribuito sensibilmente a migliorare la situazione. Tuttavia, a causa del suo recepimento tardivo da parte di molti Stati membri, il suo impatto reale per i singoli investitori finali comincia solo ora a farsi sentire. Inoltre, nella catena di trasmissione sembra esservi un problema di circolazione effettiva di informazioni pertinenti tra emittente e azionista, soprattutto nelle situazioni transfrontaliere. La Commissione è al corrente delle difficoltà ed esaminerà il problema nel contesto dei lavori sull'armonizzazione della normativa in materia di strumenti finanziari.

Domanda:

(17) In che modo l'UE potrebbe facilitare la cooperazione tra azionisti?
--

2.5. **Consulenti in materia di voto**

Gli investitori istituzionali in possesso di portafogli titoli estremamente diversificati si ritrovano a fronteggiare difficoltà pratiche al momento di valutare nel dettaglio come votare sui punti iscritti all'ordine del giorno delle assemblee generali delle società partecipate. Fanno quindi frequente ricorso ai servizi forniti da consulenti in materia di voto (*proxy advisor*), quali consigli sul voto, deleghe di voto e valutazione del governo societario. Di conseguenza, l'influenza sul voto di questi consulenti è rilevante. Inoltre, secondo alcuni, gli investitori istituzionali fanno maggiormente ricorso ai consigli di voto per investimenti in società estere che per investimenti nel mercato nazionale. Ciò fa sì che l'influenza dei consulenti è maggiore nei mercati con un'elevata percentuale di investitori internazionali.

L'influenza esercitata dai consulenti in materia di voto è motivo di preoccupazione. In preparazione del presente Libro verde, gli investitori e le società partecipate hanno entrambi espresso preoccupazione sull'insufficiente trasparenza dei consulenti in merito ai metodi utilizzati per la preparazione delle consulenze. In particolare, alcuni ritengono che il metodo di analisi non prenda in considerazione le caratteristiche specifiche di una società e/o le caratteristiche della legislazione nazionale, né le migliori prassi in materia di governo societario. Un'altra preoccupazione riguarda il fatto che i consulenti possano essere soggetti a conflitti di interesse. Se i consulenti in materia di voto agiscono anche in qualità di consulenti in materia di diritto societario per le società partecipate, ciò può dar origine a conflitti di interesse. I conflitti di interesse nascono anche quando un consulente fornisce la propria consulenza in merito a risoluzioni degli azionisti proposte dai suoi clienti. Infine, la mancanza di concorrenza nel settore dà adito a preoccupazione, in particolare in merito alla qualità delle consulenze offerte e alla loro adeguatezza rispetto alle esigenze degli investitori.

Domande:

- (18) Ritenete che la normativa UE debba obbligare ad una maggior trasparenza i consulenti in materia di voto, ad esempio sui metodi di analisi utilizzati, sui conflitti di interesse e sulla politica adottata per gestirli e/o sull'applicazione di un codice di condotta? In caso affermativo, come ritenete sia meglio procedere?
- (19) Ritenete che siano necessarie altre misure (legislative), ad esempio eventuali restrizioni alle possibilità offerte ai consulenti in materia di voto di fornire servizi di consulenza alle società partecipate?

2.6. Identificazione degli azionisti

Recentemente è stato chiesto all'UE di adottare misure per aumentare il livello di trasparenza⁵² degli investitori nei confronti degli emittenti di azioni⁵³. I fautori della proposta sostengono che, potendo identificare gli azionisti, gli emittenti di azioni saranno in grado di poter dialogare con loro, in particolare in materia di governo societario. Ciò potrebbe anche contribuire in generale ad accrescere l'impegno attivo degli azionisti nelle società in cui investono⁵⁴. Circa due terzi degli Stati membri garantiscono già agli emittenti il diritto di conoscere i propri azionisti nazionali⁵⁵. Inoltre, la direttiva sulla trasparenza⁵⁶ e le relative

⁵² Per maggiori informazioni, cfr. il documento di lavoro della Commissione dal titolo "*The review of the operation of Directive 2004/109/EC: emerging issues*" che accompagna la relazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sull'attuazione della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, SEC(2009) 611, pagg. 88-94.

⁵³ La questione è stata sollevata anche nel Libro verde sul governo societario negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione, COM(2010) 284, che, però, si limitava a prendere in esame gli istituti finanziari.

⁵⁴ La Commissione ha già esaminato i rischi di abusi legati ai diritti di voto in assenza di un interesse economico ("*empty voting*") nell'ambito della consultazione in merito alla direttiva sulla trasparenza.. Dalla consultazione è emerso che il problema è legato al "*record date capture*" (prestito di azioni con diritto di voto poco prima di una predeterminata data precedente l'assemblea).

⁵⁵ Per ulteriori dettagli, cfr. l'analisi di mercato sui regimi riguardanti la trasparenza degli azionisti in Europa (*Market analysis of shareholder transparency regimes in Europe*, Taskforce del T2S della BCE sulla trasparenza degli azionisti, 9 dicembre 2010), al seguente indirizzo internet: <http://www.ecb.int/paym/t2s/progress/pdf/subtrans/mtg7/2010-t2s-tst-questionnaire-response-analysis.pdf?d6cc9adf38f63d24897c94e379213b81>

misure di attuazioni a livello nazionale prevedono un certo livello di trasparenza in caso di partecipazioni oltre una certa soglia⁵⁷.

Non tutti sono però d'accordo sulla creazione di uno strumento europeo per l'identificazione degli azionisti. Chi si oppone ritiene che i moderni mezzi di comunicazione consentano già di informare facilmente gli azionisti e i potenziali investitori sulle questioni relative al governo societario e di ottenerne il parere. Una migliore conoscenza degli azionisti potrebbe altresì contribuire al mantenimento dei dirigenti, ossia offrire a questi ultimi la possibilità di difendersi meglio da eventuali azioni degli azionisti per opporsi alla loro gestione. In alcuni Stati membri la protezione della vita privata può anche tradursi in norme sulla protezione dei dati che impediscono agli intermediari di trasmettere informazioni sugli azionisti agli emittenti.

Domanda:

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

⁵⁶ Nel contesto della revisione della direttiva sulla trasparenza, prevista per il 2011, la Commissione prevede di introdurre anche un obbligo di comunicazione riguardo le posizioni economiche lunghe aventi effetti economici equivalenti alla detenzione di azioni.

⁵⁷ Direttiva 2004/109/CE.

2.7. Tutela degli azionisti di minoranza

Per una serie di ragioni, la tutela degli azionisti di minoranza è un tema importante in relazione al ruolo degli azionisti nel governo societario.

È difficile che gli azionisti di minoranza scelgano di impegnarsi in società dove sono presenti azionisti di controllo, secondo un modello di governo societario che rimane predominante in Europa. Ciò spinge a chiedersi se sia possibile adottare l'approccio "rispetta o spiega" in società di questo tipo, in particolare nei casi in cui non sia garantita la tutela degli azionisti di minoranza.

In secondo luogo, ciò porta a chiedersi se la vigente normativa UE sia sufficiente per proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza contro potenziali abusi da parte di un azionista di controllo (e/o dei dirigenti).

2.7.1. *Possibilità di impegno degli azionisti e di funzionamento dell'approccio "rispetta o spiega" nei casi in cui è presente un azionista dominante o di controllo*

L'impegno da parte degli azionisti di minoranza può rivelarsi particolarmente difficile in società dove è presente un azionista dominante o di controllo che, normalmente, è rappresentato anche nel consiglio di amministrazione. Le difficoltà o incapacità degli azionisti di minoranza di rappresentare efficacemente i propri interessi in società dove sono presenti azionisti di controllo può inficiare l'efficacia dell'approccio "rispetta o spiega". Per rafforzare i diritti degli azionisti, alcuni Stati membri (ad es. l'Italia) riservano agli azionisti di minoranza alcuni posti all'interno del consiglio di amministrazione.

Domanda:

(21) Ritenete che gli azionisti di minoranza debbano godere di maggiori diritti in modo da poter rappresentare più efficacemente i propri interessi in società dove siano presenti azionisti dominanti o di controllo?

2.7.2. *Protezione contro eventuali abusi*

Gli azionisti di controllo e/o il consiglio di amministrazione possono trarre vantaggio in vari modi da una società, a detrimento degli interessi degli azionisti di minoranza. Ciò avviene in larga misura tramite operazioni con parti correlate.

La vigente normativa UE copre già alcuni aspetti delle operazioni realizzate dalle società con parti correlate, in primo luogo per quanto riguarda la contabilità e la divulgazione di informazioni. Alle società viene richiesto di includere nei loro conti annuali una nota sulle operazioni realizzate con parti correlate, compresi gli importi di tali operazioni, la natura dell'operazione e altre informazioni necessarie⁵⁸.

Tuttavia, alcuni degli investitori interpellati dalla Commissione in preparazione del presente Libro verde sostengono che le norme sono insufficienti, in quanto ritengono che, in alcune

⁵⁸ Cfr. l'articolo 43, paragrafo 1, comma 7 *bis*, della quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società; e l'articolo 34, paragrafo 7 *bis*, della settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio, del 13 giugno 1983, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti consolidati.

situazioni, la divulgazione di informazione su operazioni con le parti correlate non sia né adeguata né tempestiva.

È stato suggerito⁵⁹ che, oltre una determinata soglia, il consiglio di amministrazione dovrebbe nominare un esperto indipendente in grado di fornire un parere imparziale agli azionisti di minoranza sulle condizioni delle operazioni con le parti correlate. Le operazioni di portata significativa dovrebbero richiedere l'approvazione dell'assemblea generale. La pubblicità legata alle assemblee generali potrebbe dissuadere gli azionisti di controllo dall'eseguire alcune operazioni e dare l'opportunità agli azionisti di minoranza di opporsi alla decisione di approvazione dell'operazione. Alcuni propongono di escludere dal voto gli azionisti di controllo.

Domanda:

(22) Ritenete che gli azionisti di minoranza necessitino di una maggiore protezione rispetto alle operazioni con le parti correlate? In caso affermativo, in che modo?

2.8. Partecipazione azionaria dei dipendenti

L'interesse dei dipendenti alla sostenibilità a lungo termine della società per la quale lavorano è un elemento che deve essere preso in considerazione dal quadro in materia di governo societario. La partecipazione dei dipendenti alle attività della società può avvenire sotto forma di comunicazione di informazioni, consultazione e partecipazione al consiglio di amministrazione. Ciò detto, essa può anche manifestarsi attraverso varie forme di partecipazione finanziaria e in particolare attraverso la partecipazione azionaria dei dipendenti. Alcuni paesi europei⁶⁰ possono contare su una lunga tradizione di partecipazione azionaria dei dipendenti. Si tratta di uno strumento volto ad accrescere l'impegno e la motivazione dei dipendenti, ad aumentare la produttività e a ridurre le tensioni sociali. Esso però non è privo di rischi, che derivano da una mancata diversificazione: in caso di fallimento della società, i dipendenti con partecipazioni azionarie si ritrovano a perdere non solo il lavoro ma anche i risparmi. Tuttavia, i dipendenti-investitori possono contribuire in modo significativo ad aumentare la percentuale di azionisti che investono a lungo termine.

Domanda:

(23) È necessario adottare misure a livello UE, e in caso affermativo, quali, per promuovere la partecipazione azionaria dei dipendenti?

3. L'APPROCCIO "RISPETTA O SPIEGA" – MONITORARE E ATTUARE I CODICI DI GOVERNO SOCIETARIO

Da indagini svolte presso società e investitori, è risultato che la maggior parte di loro considera l'approccio "rispetta o spiega" come uno strumento adeguato di governo societario. Secondo tale approccio, una società che decide di discostarsi da una raccomandazione del codice di governo societario deve fornire motivazioni precise, specifiche e dettagliate a

⁵⁹ Cfr. *Statement on minority shareholders' rights* del Forum europeo sul governo societario.

⁶⁰ Comunicazione sul quadro per la promozione della partecipazione finanziaria dei lavoratori dipendenti, COM 2002(364); relazione "PEPPER IV": *Benchmarking of Employee Participation in Profits and Enterprise Results in the Member and Candidate Countries of the European Union*, 2008.

riguardo. Il principale vantaggio di questo approccio è costituito dalla flessibilità, in quanto consente ad una società di adattare le modalità scelte di governo societario alla sua situazione specifica (prendendo in considerazione dimensioni, struttura dell'azionariato e specificità settoriali). Inoltre, si ritiene anche che accresca la responsabilità delle società, incoraggiandole a verificare che le pratiche di governo societario seguite siano adeguate e fornendo loro un obiettivo da raggiungere. L'approccio "rispetta o spiega" è quindi fortemente sostenuto dalle autorità di regolamentazione, dalle società stesse e dagli investitori, come dimostra una ricerca pubblicata nell'autunno del 2009⁶¹ sui sistemi di monitoraggio e di controllo dell'applicazione dei codici di governo societario negli Stati Membri.

Tuttavia, l'introduzione su larga scala dell'approccio "rispetta o spiega" nell'UE non è stata priva di difficoltà. La ricerca citata ha evidenziato carenze di rilievo nell'attuazione del principio "rispetta o spiega", che limitano l'efficacia del quadro dell'UE in materia di governo societario e ne riducono l'utilità. Sembra quindi necessario procedere ad alcuni adeguamenti in vista di una migliore attuazione dei codici di governo societario. Le soluzioni non devono alterare i principi alla base dell'approccio "rispetta o spiega", ma bensì contribuire al suo efficace funzionamento grazie alla migliore qualità delle informazioni contenute nelle relazioni. Le soluzioni proposte non devono peraltro pregiudicare la possibilità di rafforzare alcuni obblighi a livello UE, attraverso la loro inclusione in atti normativi e non solo in raccomandazioni.

3.1. Migliorare la qualità delle spiegazioni fornite nella dichiarazione sul governo societario

Secondo la ricerca appena citata, la qualità complessiva delle dichiarazioni sul governo societario emesse dalle società che decidono di discostarsi dalle raccomandazioni contenute nel codice di governo societario non è soddisfacente. Le spiegazioni fornite vengono utilizzate dagli investitori per poi compiere delle scelte e per calcolare il valore della società in questione. Tuttavia, dalla ricerca emerge che nel 60% dei casi le società che hanno deciso di non attuare le raccomandazioni non hanno fornito spiegazioni sufficienti. Le spiegazioni consistevano semplicemente in una dichiarazione in merito alla mancata osservanza della raccomandazione senza ulteriori chiarimenti, oppure erano accompagnate da spiegazioni limitate o di carattere generico.

Recentemente in molti Stati membri si è già potuto riscontrare un lento ma graduale miglioramento della situazione. Le società stanno imparando a fornire migliori spiegazioni grazie alle attività informative ed educative organizzate da organismi pubblici e privati (autorità dei mercati finanziari, borse valori, camere di commercio, ecc.). Si potrebbero tuttavia ottenere risultati ancora migliori tramite la definizione di obblighi più precisi in merito alle informazioni che le società che si discostano dalle raccomandazioni devono divulgare. Gli obblighi dovrebbero essere chiari e precisi, in quanto molte delle attuali difficoltà sono dovute a incomprensioni circa la natura delle spiegazioni richieste.

Un esempio perfetto di obbligo preciso imposto alle società è contenuto nel codice di governo societario svedese, che impone alle società di indicare in modo chiaro nella dichiarazione sul governo societario le regole del codice che ha disatteso, di spiegare le ragioni di ogni singola

⁶¹ *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, disponibile al seguente indirizzo internet:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf.

inosservanza e di descrivere la soluzione adottata in alternativa⁶². Effettivamente, appare consono esigere dalle società non solo una spiegazione delle ragioni alla base della non osservanza di una particolare raccomandazione, ma anche una spiegazione dettagliata della soluzione scelta in alternativa.

3.2. Un miglior monitoraggio del governo societario

Le dichiarazioni riguardanti il governo societario pubblicate dalle società sembrano non essere sottoposte ad un idoneo monitoraggio. Nella maggior parte degli Stati membri il controllo dell'ottemperanza dell'obbligo di pubblicare tali dichiarazioni è lasciato agli investitori che, a seconda della cultura e delle tradizioni dello Stato membro, spesso non agiscono. Le autorità dei mercati finanziari o le borse valori e gli altri organismi di vigilanza, operano all'interno di quadri normativi diversi e hanno sviluppato pratiche diverse. Nella maggior parte dei casi, ricoprono un ruolo formale che consiste nel verificare semplicemente l'avvenuta pubblicazione da parte di una società della dichiarazione sul governo societario. Sono pochi gli Stati membri in cui operano autorità pubbliche o specializzate delegate al controllo della completezza delle informazioni contenute nelle dichiarazioni (in particolare delle spiegazioni ivi contenute).

L'approccio "rispetta o spiega" potrebbe funzionare molto meglio se gli organismi di controllo, quali le autorità di regolamentazione degli strumenti finanziari, le borse valori o altre autorità⁶³, fossero autorizzate a verificare la sufficienza ed esaustività delle informazioni disponibili (in particolare le spiegazioni). Le autorità non dovrebbero, tuttavia, interferire con il contenuto delle informazioni divulgate o formulare giudizi di merito sulle soluzioni scelte da una società. Le autorità potrebbero rendere pubblici i risultati dell'attività di controllo in modo da mettere in risalto le migliori pratiche e da sollecitare la completa trasparenza da parte delle società. Si potrebbe inoltre prevedere sanzioni formali per i casi più gravi di non osservanza⁶⁴.

Per migliorare il monitoraggio si potrebbe, ad esempio, definire la dichiarazione sul governo societario come "informazioni previste dalla regolamentazione", ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera k), della direttiva 2004/109/CE, rendendola quindi soggetta ai poteri delle autorità nazionali competenti, di cui all'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva in questione.

Per quanto riguarda il modus operandi dei diversi organismi di controllo, occorre migliorare e ampliare sensibilmente le attuali modalità di scambio delle migliori pratiche.

Domande:

(24) Siete d'accordo con l'idea che le società che si discostano dalle raccomandazioni contenute nei codici di governo societario siano obbligate a fornire spiegazioni dettagliate sui motivi di tale scelta e a descrivere le soluzioni alternative adottate?

⁶² Cfr. <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/current-code>, punto 10.2.

⁶³ Il ruolo dei revisori non viene preso in considerazione nel presente Libro verde, in quanto la consultazione sulla revisione legale è stata avviata mediante un altro Libro verde disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/audit/green_paper_audit_en.pdf internet:

⁶⁴ Ad esempio, come succede già in Spagna, cfr. *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, pag. 63.

(25) Siete d'accordo sul fatto che gli organismi di controllo dovrebbero essere autorizzati a verificare la qualità delle informazioni e delle spiegazioni fornite nella dichiarazione sul governo societario e a richiedere alle società di fornire ulteriori spiegazioni ove necessario? In caso affermativo, quale dovrebbe essere esattamente il loro ruolo?

4. PROSSIME TAPPE

Gli Stati membri, il Parlamento europeo, il Comitato economico e sociale europeo e le altre parti in causa sono invitati a trasmettere il proprio parere sulle proposte contenute nel presente Libro verde. I contributi dovranno pervenire alla Commissione entro e non oltre il 22 luglio 2011, al seguente indirizzo: markt-complaw@ec.europa.eu. A seguito del presente Libro verde e sulla base delle risposte che riceverà, la Commissione adotterà una decisione sulle prossime tappe da seguire. Ogni eventuale futura proposta, legislativa e di altra natura, sarà preceduta da una valutazione dell'impatto approfondita che prenderà in considerazione la necessità di evitare oneri amministrativi eccessivi a carico delle società.

I contributi ricevuti saranno pubblicati su internet. Per maggiori informazioni sul trattamento dei dati personali e dei contributi, vi invitiamo a leggere la dichiarazione specifica di riservatezza allegata al presente Libro verde.

ALLEGATO 1. Elenco delle domande

Domande a carattere generale

- (1) Le misure UE sul governo societario devono tenere conto delle dimensioni delle società quotate? In che modo? Andrebbe stabilito un regime differenziato e proporzionato per le piccole e medie imprese quotate? In tal caso, esistono definizioni o soglie idonee? In caso affermativo, si prega di suggerire, nelle risposte fornite, come eventualmente adattare alle PMI.
- (2) Quali misure relative al governo societario nelle società non quotate andrebbero adottate a livello UE? L'UE dovrebbe concentrarsi sulla promozione dell'elaborazione e dell'applicazione di codici volontari per le società non quotate?

Consiglio di amministrazione

- (3) L'UE dovrebbe cercare di assicurare che le funzioni e i compiti del presidente del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato siano chiaramente distinti?
- (4) Le politiche di selezione del personale dovrebbero definire con maggiore precisione il profilo degli amministratori, incluso il presidente, per garantire che possiedano le necessarie competenze e che la composizione del consiglio di amministrazione presenti un'adeguata diversità? In caso affermativo, come ritenete sia meglio procedere e a che livello: nazionale, UE, internazionale?
- (5) Le società quotate dovrebbero essere tenute a comunicare se hanno adottato politiche a favore della diversità? In caso affermativo, dovrebbero descriverne gli obiettivi e le linee principali e pubblicare periodicamente una relazione sui progressi ottenuti?
- (6) Le società quotate dovrebbero essere tenute a garantire un maggior equilibrio tra uomini e donne nel consiglio di amministrazione? In caso affermativo, in che modo?
- (7) Ritenete che sia necessaria una misura a livello UE per limitare il numero di incarichi che un amministratore senza incarichi esecutivi può ricoprire? In caso affermativo, come dovrebbe essere formulata?
- (8) Le società quotate dovrebbero essere incoraggiate a procedere ad una valutazione esterna a scadenza regolare (ad es. ogni tre anni)? In caso affermativo, in che modo?
- (9) Dovrebbe essere resa obbligatoria la divulgazione della politica retributiva, della relazione annuale sulle remunerazioni (incentrata sull'attuazione della politica retributiva nel corso dell'esercizio precedente) e delle singole remunerazioni degli amministratori con incarichi esecutivi e non esecutivi?
- (10) Dovrebbe essere reso obbligatorio sottoporre al voto degli azionisti la politica retributiva e la relazione sulla sua attuazione?
- (11) Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio debba approvare ed essere responsabile della propensione al rischio della società e che ne renda conto con chiarezza agli azionisti? L'obbligo di informazione dovrebbe includere anche i principali rischi sociali?

- (12) Siete d'accordo nel ritenere che il consiglio di amministrazione debba garantire che le disposizioni sulla gestione dei rischi adottate dalla società siano efficaci e commisurate al suo profilo di rischio?

Azionisti

- (13) Vogliate indicare eventuali norme UE vigenti che, a vostro parere, possono contribuire a promuovere tra gli investitori una predilezione, inopportuna, per il breve termine e suggerite in che modo tali norme possano essere modificate per evitare simili comportamenti.
- (14) È necessario adottare misure e, in caso affermativo, quali, riguardo alla valutazione dei risultati e alla struttura di incentivo dei gestori di attivi che si occupano dei portafogli degli investitori istituzionali a lungo termine?
- (15) La normativa UE dovrebbe promuovere una vigilanza più efficace sui gestori di attivi da parte degli investitori istituzionali per quanto riguarda le strategie, i costi, la negoziazione e la misura in cui i gestori degli attivi devono impegnarsi attivamente nelle società partecipate. In caso affermativo, in che modo?
- (16) La normativa UE dovrebbe imporre una certa indipendenza dell'organo di governo dei gestori di attivi, ad esempio rispetto all'impresa madre, o sono necessarie altre misure (legislative) per migliorare la divulgazione di informazioni e la gestione dei conflitti di interesse?
- (17) In che modo l'UE potrebbe facilitare la cooperazione tra azionisti?
- (18) Ritenete che la normativa UE debba obbligare ad una maggior trasparenza i consulenti in materia di voto, ad esempio sui metodi di analisi utilizzati, sui conflitti di interesse e sulla politica adottata per gestirli e/o sull'applicazione di un codice di condotta? In caso affermativo, come ritenete sia meglio procedere?
- (19) Ritenete che siano necessarie altre misure (legislative), ad esempio eventuali restrizioni alle possibilità offerte ai consulenti in materia di voto di fornire servizi di consulenza alle società partecipate?
- (20) Siete d'accordo nel ritenere che esista la necessità di un meccanismo europeo, tecnico e/o giuridico, volto a consentire agli emittenti di identificare i propri azionisti in modo da facilitare il dialogo in materia di governo societario? In caso affermativo, ritenete che un simile meccanismo possa favorire la cooperazione tra investitori? Vogliate fornire dettagli (cioè: obiettivi perseguiti, strumento prescelto, frequenza, livello di dettaglio e allocazione dei costi).
- (21) Ritenete che gli azionisti di minoranza debbano godere di maggiori diritti in modo da poter rappresentare più efficacemente i propri interessi in società dove siano presenti azionisti dominanti o di controllo?
- (22) Ritenete che gli azionisti di minoranza necessitino di una maggiore protezione rispetto alle operazioni con le parti correlate? In caso affermativo, in che modo?
- (23) È necessario adottare misure a livello UE, e in caso affermativo, quali, per promuovere la partecipazione azionaria dei dipendenti?

Monitoraggio e attuazione dei codici di governo societario

- (24) Siete d'accordo con l'idea che le società che si discostano dalle raccomandazioni contenute nei codici di governo societario siano obbligate a fornire spiegazioni dettagliate sui motivi di tale scelta e a descrivere le soluzioni alternative adottate?
- (25) Siete d'accordo sul fatto che gli organismi di controllo dovrebbero essere autorizzati a verificare la qualità delle informazioni e delle spiegazioni fornite nella dichiarazione sul governo societario e a richiedere alle società di fornire ulteriori spiegazioni ove necessario? In caso affermativo, quale dovrebbe essere esattamente il loro ruolo?

ALLEGATO 2. Elenco delle misure UE in materia di governo societario

- Direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, che modifica le direttive del Consiglio 78/660/CEE, relativa ai conti annuali di taluni tipi di società, 83/349/CEE, relativa ai conti consolidati, 86/635/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e 91/674/CEE, relativa ai conti annuali e ai conti consolidati delle imprese di assicurazione (GU L 224 del 16.8.2006, pagg. 1-7).
- Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE (GU L 390 del 31.12.2004, pagg. 38-57).
- 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 (GU L 184 del 14.7.2007, pagg. 17-24).
- Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto (GU L 142 del 30.4.2004, pagg. 12-23).
- Raccomandazione della Commissione 2005/162/CE, del 15 febbraio 2005, sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (GU L 52 del 25.2.2005, pag. 51).
- Raccomandazione 2004/913/CE della Commissione, del 14 dicembre 2004, relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate (GU L 385 del 29.12.2004, pagg. 55-59).
- Raccomandazione 2009/385/CE della Commissione, del 30 aprile 2009, che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate (GU L 120 del 15.5.2009, pagg. 28-31).
-