

Nuove tendenze di Corporate Governance e best practice: dove stiamo andando?

Fabio Bianconi*, Francesco Surace**

1. Introduzione

La Corporate Governance intesa come «cornice istituzionale che regola il processo di formulazione ed implementazione delle decisioni d'impresa» (Esposito De Falco, 2014, p. 21) è in continuo divenire ed oggetto di una continua evoluzione a livello europeo ed internazionale.

Tale dibattito, come alcuni studiosi evidenziano, è destinato a rinnovarsi continuamente poiché da un lato, è oggetto di un'evoluzione normativa che condiziona l'attività degli attori della corporate governance, e, dall'altro lato, gli attori stessi modificano il loro comportamento, nell'ottica di una creazione di valore sostenibile (Esposito De Falco, 2017; Cucari, 2018).

L'impegno efficace, sostenibile ed a lungo termine degli azionisti costituisce difatti uno dei pilastri del modello di corporate governance delle società quotate, secondo le più recenti indicazioni del legislatore europeo. L'obiettivo perseguito dal legislatore (si fa riferimento in particolare alla *Shareholder Rights Directive*) è promuovere un framework comune di corporate governance che da un lato incentivi una maggiore partecipazione responsabile degli investitori alla vita societaria, attraverso le pratiche di engagement e l'esercizio dei diritti di voto ed al contempo una maggiore responsabilizzazione delle società emittenti prevedendo, ad esempio, il voto sia sulla politica di remunerazione che sulla consuntivazione del payout.

In altri termini, la recente Direttiva (UE) 2017/828 su «*l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*» – che modifica la

* Morrow Sodali, Director. f.bianconi@morrrowsodali.com

** Morrow Sodali, Manager. f.surace@morrrowsodali.com

prima *Direttiva sugli Shareholder Rights* dell'11 luglio 2007, n. 36, si potrebbe definire una direttiva sui “doveri” dei diversi attori coinvolti:

- doveri per le società con riferimento alla remunerazione ed alle operazioni con parti correlate;
- doveri di un maggiore impegno nella vita societaria degli investitori;
- doveri di maggiore trasparenza per gli investitori istituzionali e *proxy advisors*.

Andando oltre il contesto normativo, è agevole riscontrare cambiamenti nei comportamenti e nelle strategie, soprattutto da parte degli investitori istituzionali nel corso degli ultimi anni.

Limitandosi a ragionare sul contesto italiano è dato riscontrare, nel corso degli ultimi sei anni, un significativo cambiamento degli assetti proprietari con un crescente peso degli investitori istituzionali basti pensare che si è passati da una partecipazione media delle minoranze pari al 20,4% nel 2013 a circa il 30,1% nel 2019.

In Italia, negli ultimi anni, è possibile constatare una particolare attenzione sull'evoluzione della Corporate Governance e sul monitoraggio dello sviluppo delle best practice e delle attività connesse al mantenimento di un efficace sistema di governance¹.

In tal senso, svolge un ruolo particolarmente importante e delicato il Comitato per la Corporate Governance, costituito, nell'attuale configurazione, nel giugno del 2011 ad opera delle associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali (Assogestioni), nonché di Borsa Italiana SpA.

Nell'ottava relazione, approvata il 9 dicembre 2019 e contenente il settimo rapporto sull'applicazione del Codice di Autodisciplina, il Comitato ha definito i contenuti del nuovo Codice di Corporate Governance, che verrà approvato nella sua versione finale entro la fine di gennaio 2020 per essere applicato dalle società quotate a partire dal 2021.

Inoltre, alla luce delle risultanze del rapporto (2019), il Comitato ha individuato tra le principali aree² su cui sollecitare un miglioramento delle

¹ Si può riscontrare come l'evoluzione delle migliori pratiche di Corporate Governance e la loro codificazione in best practice nascono in ambito anglosassone per svilupparsi successivamente nei principali mercati dell'Europa continentale. Tuttavia, pur evidenziandosi un processo di avvicinamento alle best practice anglosassone, occorre evidenziare le peculiarità territoriali avvaloranti la tesi della path dependance, secondo la quale un ordinamento societario è influenzato soprattutto dal contesto socioeconomico e istituzionale (Esposito De Falco, 2014).

² Le aree individuate da parte del Comitato riguardano in particolare: 1) la sostenibilità, intesa quale profilo di portata generale e strategica per l'attività di impresa; 2) la qualità del-

prassi di governance degli emittenti, quella della gestione dei temi di sostenibilità dell'attività di impresa e della sua capacità di perseguire la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti anche tenendo conto degli interessi dei vari altri stakeholder rilevanti per la società.

In effetti, negli ultimi anni, dal nostro punto di vista, è sempre più evidente una spinta globale per la "sostenibilità" che condiziona il comportamento di investitori istituzionali ed imprese.

Mentre, da un lato, gli investitori lottano con la sfida dell'integrazione dei fattori Environmental, Social, Governance nelle loro decisioni di investimento, le imprese, dall'altro, sono chiamate ad un ripensamento del loro comportamento per raggiungere importanti obiettivi.

Le tematiche relative a politiche ambientali, sociali e di governance (in breve *ESG factors*) sono indissolubilmente legate al rischio aziendale, alla creazione di valore ed alle prestazioni finanziarie. Gli effetti positivi che ne derivano sono tanti, ad esempio: svolgere un lavoro più efficace nella gestione delle relazioni con investitori istituzionali e azionisti; rimodellare i report aziendali per fornire un quadro olistico dell'azienda e dei suoi driver di valore; indirizzare l'attenzione degli azionisti sulle caratteristiche e sui valori unici dell'azienda; designare metriche di performance specifiche dell'azienda collegate alla strategia aziendale e alla creazione di valore; ridurre la dipendenza degli investitori da standard esterni uniformi e metriche inadeguate; ridurre la vulnerabilità all'attivismo degli azionisti (Morrow Sodali Chairman's Client Memo, 2019).

La chiave per raggiungere questi, ed altri, ambiziosi obiettivi è una maggiore attenzione a tutti gli stakeholder ed in tale ottica, la Morrow Sodali, società di consulenza specializzata in tematiche di Corporate Governance con un rilevante presenza all'interno del mercato europeo, degli US e dell'Australia, ritiene che il dialogo tra il mondo accademico ed il mondo professionale rappresenti uno strumento essenziale per identificare soluzioni innovative alle problematiche sempre più complesse che la società odierna pone e alle quali il mondo della consulenza è chiamato a fornire risposte, anche mediante una collaborazione con le Università, fonte di ricerca e di risorse umane.

Pertanto, Morrow Sodali, nel corso degli ultimi anni, ha sottoscritto partnership con le più importanti università italiane (Sapienza Università di

l'informativa al consiglio di amministrazione; 3) la qualità delle valutazioni di indipendenza, intesa quale elemento fondamentale per un efficace funzionamento del sistema di corporate governance delineato dal Codice; 4) l'adeguatezza delle remunerazioni degli amministratori non esecutivi e dei componenti dell'organo di controllo, anche alla luce di un'analisi comparata.

Roma e Università Bocconi) ed europee con lo scopo di promuovere un'ampia conoscenza delle tematiche di Corporate Governance e delle aspettative della comunità finanziaria.

Inoltre, da anni, Morrow Sodali è attenta all'ascolto di investitori e mediante la somministrazione di survey³ identifica quali sono gli *hot topics* e le questioni di maggiore interesse.

Ad esempio nel 2018, l'efficacia del consiglio di amministrazione e la retribuzione dei dirigenti furono questioni chiave per gli investitori e vi fu una crescente domanda da parte delle società di divulgare aspetti rilevanti della loro strategia aziendale. Altra tematica fu l'attivismo societario e a questo proposito, molti investitori istituzionali hanno confermato che hanno maggiori probabilità di sostenere attivisti che propongono una storia credibile incentrata sulla strategia a lungo termine. Nel 2019 sono emersi i seguenti elementi come particolarmente rilevanti:

- la necessità di un elevato livello di trasparenza nelle pratiche di governance è un elemento centrale quando gli investitori prendono decisioni di voto;
- una crescente attenzione alla composizione dei Consigli di Amministrazione sotto un profilo quali-quantitativo;
- una maggiore attenzione alle informazioni non finanziarie e l'esigenza di aumentare il dialogo con le società quotate sulla strategia in materia di cambiamenti climatici;
- la costante esigenza di trasparenza delle pratiche retributive delle società quotate al fine di verificare l'allineamento della remunerazione a performance effettivamente raggiunte da parte dei top manager.

In tale ottica di ascolto di tutti gli stakeholder e di continuo miglioramento, si inserisce lo special issue della rivista *Corporate Governance and Research & Development Studies*, con il quale ci si è posti l'obiettivo di mettere a fattore comune la ricerca condotta in ambiente accademico e le esigenze del mondo consulenziale, ricercando le best practice e le tendenze nuove della Corporate Governance.

Il presente fascicolo della rivista si è posto l'ambizioso obiettivo di raccogliere contributi da più "mondi" a dimostrazione di come sia necessario un dialogo e un luogo di confronto. A riguardo, occorre evidenziare come tutti i contributi, oggetto di un doppio referaggio anonimo, si distinguono per l'originalità delle tematiche e per una forte attualità che eleva l'asticella dell'attenzione sia del mondo accademico sia di quello *practitioner*.

³ Nel 2018 hanno risposto 46 investitori rappresentativi di circa 33 trillion di AUM (19.5 Active-13.5 Passive), in costante crescita nel corso degli anni.

2. I paper dello special issue

Nel primo numero speciale la rivista ospita quattro contributi scientifici che, analizzando diverse tematiche, quali la relazione tra teoria e board, il climate change, il say on pay e l'utilizzo di nuove tecnologie, sono coerenti con lo spirito della rivista e con l'obiettivo del numero speciale ovvero quello di evidenziare best practice e tendenze evolutive.

Il primo contributo, dal titolo "The influence of corporate board on non-financial disclosure according to the main organizational theories" di Bernardino Quattrociochi, Silvia Sergiacomi e Francesco Mercuri, evidenzia come la promozione di informazioni non finanziarie inerenti l'azienda è da considerarsi strumento utile nel legittimare le performance aziendali e influenzare la percezione e le aspettative degli stakeholder.

Tale tema, ovvero quello della disclosure di informazioni di natura non finanziaria, è al centro della direttiva 2014/95/UE, recepita in Italia con il D.lgs. 254/2016, la quale sta contribuendo ad una trasformazione culturale sul contenuto della disclosure e sulle modalità di rendicontazione.

Con l'entrata in vigore del D.lgs. 254/2016, si è aperta, infatti, una nuova era nel dibattito sull'inclusione degli aspetti legati alla sostenibilità e all'introduzione di elementi ESG nelle strategie di grandi imprese e gruppi aziendali. Il passaggio da una rendicontazione volontaria a una rendicontazione obbligatoria, nonché passibile di vigilanza ed eventuali sanzioni da parte del regolatore (Consob) ha sollevato un intenso dibattito. È ormai evidente che l'ESG si pone come un nuovo modello di business ed in quanto tale, è necessario comprendere gli impatti organizzativi e di processo derivanti dal nuovo obbligo di disclosure di informazioni prima ritenute facoltative. Diverse sono le iniziative per comprendere in ambito accademico l'impatto dei fattori ESG (Engle *et al.*, 2019), ed in questo filone, un contributo utile è fornito dagli Autori, i quali evidenziano come la composizione del consiglio influenzi sia l'attività di Corporate Social Responsibility che la divulgazione. La conclusione a cui si giunge è che le informazioni non finanziarie possono essere considerate uno strumento organizzativo per legittimare le prestazioni dell'azienda e gestire la percezione delle parti interessate delle imprese.

Nonostante, infatti, i dati a disposizione non sono tali da giungere a conclusioni certe, è evidente, anche dal lato consulenziale, che gli strumenti per assicurare una piena trasparenza ed attenzione degli aspetti ESG non siano ancora pienamente sfruttati (quali ad esempio l'analisi di materialità) o formalizzati all'interno di specifiche procedure aziendali.

Ad esempio le aspettative degli stakeholder rappresentano un elemento

fondamentale da tenere in considerazione nell'identificazione degli aspetti rilevanti da inserire all'interno della relazione non finanziaria. Ecco quindi che uno sguardo alle maggiori teorie di riferimento in ambito di non financial disclosures e di come tali teorie possano condizionare il comportamento aziendale degli attori è di fondamentale importanza.

Il secondo contributo, dal titolo "The World Economic Forum Principles on "Climate Governance on Corporate Boards": can soft law help to face climate change around the World?" di Sabrina Bruno, entra in profondità sul dibattito ambientale, che oltre a ricevere attenzione da parte dei mass media, è diventato un fattore fondamentale con un forte impatto per il business delle società quotate nonché un fattore di rischio ed elemento fondamentale del dialogo tra imprese ed investitori.

La Bruno evidenzia come il World Economic Forum (WEF), a Gennaio 2019, ha emanato otto principi guida per indicare, a chi siede nei board, la migliore strategia di governo del climate change, riconoscendo da un lato, l'effetto disruptive che i cambiamenti climatici stanno generando anche sul mondo del business e richiamando, dall'altro lato, l'urgenza di una call to action che investe direttamente la leadership delle società.

Il paper, più in dettaglio, analizza ciascun principio per comprenderne ambito e conseguenze gestorie per i consigli di amministrazione e per valutare se le differenze giuridiche tra i vari ordinamenti possano compromettere l'applicazione dei principi o, viceversa, se nonostante le differenze essi possano costituire un'utile ed efficace guida per i CdA nel mondo al fine di fronteggiare le sfide del cambiamento climatico.

L'ambiente diventa a tutti gli effetti, dunque, un tema di governance e chi siede in un board dovrebbe porsi due domande: il mio modello di business è resiliente rispetto ai rischi che derivano dal cambiamento climatico? E quali sono le opportunità da sfruttare?

I principi del WEF, oltre a prevedere la responsabilità del CdA sul clima, richiedono agli amministratori di essere competenti in materia. Di conseguenza, il tema, in particolare per ciò che riguarda la competenza, investe tutte le linee di management da coinvolgere pienamente nella governance del clima. Ogni società ha l'obbligo di definire gli assetti strategici anche in termini di sostenibilità, e quindi di avvalersi di un'organizzazione che preveda: la distribuzione di responsabilità tra i manager che abbiano le competenze giuste, un sistema contabile trasparente per la corretta rappresentazione in bilancio, le giuste procedure e un'adeguata gestione dei rischi.

La ricerca presentata, mediante l'analisi di cinque giurisdizioni (Europa US, Australia, Sud Africa, Canada) afferma che i principi del WEF, come soft law, sono il migliore strumento possibile per rivolgersi ai CdA di tutto

il mondo, incoraggiare la convergenza della loro condotta ed efficacemente aiutare a fronteggiare questa emergenza globale.

Il terzo contributo di Antonella Guida dal titolo “Il Say on Pay in Italia, alcune riflessioni in vista del recepimento della direttiva SRD II” si concentra sull’analisi degli impatti derivanti dall’introduzione della normativa sul say on pay, sulla governance delle società quotate italiane, attraverso l’esame delle relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2012 e nel 2019 da un campione di primarie società del FTSE MIB.

A distanza di sette anni dall’introduzione di tale normativa, appare quanto mai opportuno fare “uno stato dell’arte” ed evidenziare, come brillantemente fa l’Autrice, l’evoluzione nell’approccio adottato in reazione al disegno delle politiche di remunerazione e al livello di disclosure offerto al mercato, oltre che nella gestione dei rapporti con gli azionisti sui temi di executive remuneration, senza tralasciare il ruolo assunto dai comitati per la remunerazione.

Una correlazione insufficiente tra la remunerazione e i risultati degli amministratori delle società quotate ha determinato, infatti, negli anni, una sempre crescente attenzione alla tematica del say on pay.

Secondo diverse ricerche (Consob, 2014; Esposito De Falco *et al.*, 2016), anche in mercati ove la proprietà è più concentrata, le minoranze risultano incentivate a ricorrere al meccanismo del voto consultivo come strumento per indirizzare la propria insoddisfazione e, di conseguenza, il say on pay assume un ruolo fondamentale per un riallineamento degli interessi di tutti gli azionisti per una ricerca di una sostenibilità proprietaria (Cucari, 2018, 2019).

La ricerca presentata da Antonella Guida, inoltre, è particolarmente attuale data l’attuazione delle misure previste dalla Direttiva (UE) 828/2017, che comporterà rilevanti cambiamenti sui processi di definizione ed approvazione delle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate.

In particolare, si veda la variazione dal voto consultivo a quello vincolante, la quale potrebbe costituire un’utile occasione per verificare gli effetti sul comportamento degli investitori e per una più attenta valutazione della coerenza complessiva delle scelte compiute in sede di definizione dei compensi di amministratori e dirigenti con responsabilità strategica.

In conclusione, il numero speciale non poteva esimersi dall’evidenziare, in un’ottica di tendenze evolutive, come le società quotate sono chiamate a confrontarsi con la digital transformation e le relative innovazioni, in particolare, con quella disintermediazione che grazie alla blockchain si va affermando.

Del resto, come molti hanno osservato, la tecnologia della blockchain sembra soddisfare anche i requisiti di cui alla nuova Direttiva «sull’incoraggiamento dell’impegno a lungo termine degli azionisti». La Direttiva, infatti, chiarisce subito che gli obiettivi perseguiti corrono lungo tre direttrici: l’identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l’agevolazione dell’esercizio dei diritti degli stessi azionisti. In questo senso, le potenzialità offerte dalla blockchain sono in grado di soddisfare tali esigenze. In aggiunta, alcune ricerche recenti (si veda ad esempio quella curata da Esposito De Falco e Cucari in collaborazione con Governance Advisors, 2019) mostrano come il tema dell’utilizzo della blockchain per il governo societario si sta imponendo all’attenzione dei consiglieri e degli investitori per le sue potenzialità.

In generale, in effetti, tutte le organizzazioni caratterizzate da centralizzazione, strutturazione gerarchica e procedimentalizzazione centralizzata dei processi sono potenziali destinatarie della blockchain (Matera, 2018).

La letteratura nazionale ed internazionale ha iniziato ad individuare alcune aree di interesse e di “impatto” della tecnologia blockchain in ambito di corporate governance. Tra gli ambiti si possono annoverare (Esposito De Falco *et al.*, 2019):

- real time accounting, ovvero aumento della velocità e trasparenza nella registrazione delle transazioni;
- corporate voting, ovvero riduzione dei costi di esercizio del diritto di voto ed aumento del turnout rate in sede assembleare;
- record ownership, ovvero potrà risolvere problemi che abitualmente affliggono le imprese circa l’incapacità o l’inefficienza di mantenere un accurato e tempestivo registro di chi è in possesso di una quota dell’azionariato.

In tale direzione, dunque, appare molto originale e dirompente il paper dal titolo “Do we need boards at all? Prospettive di intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione” di Francesco Navarrini.

L’autore mette in evidenza in che misura la trasformazione digitale sta influenzando l’organizzazione aziendale ed il suo framework culturale: il cambiamento potenziale sugli attuali quadri normativi è tale che anche la corporate governance ed il ruolo dei consigli d’amministrazione come li conosciamo oggi sono davanti ad una sfida di adattamento. L’autore lancia tre provocazioni di ricerca che riguardano l’uso dell’intelligenza artificiale nella nomina di consiglieri, l’integrazione di algoritmi nel consiglio e nuove prospettive di responsabilità.

Riferimenti bibliografici

- Belcredi M., Bozzi S., Ciavarella A., Novembre V. (2014). Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy. *Quaderni di Finanza Consob*, 74, pp. 1-51.
- Comitato per la Corporate Governance (2019). *Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*.
- Cucari N. (2018). *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance. Un'analisi empirica mediante la Qualitative Comparative Analysis*. Milano: FrancoAngeli.
- Cucari N. (2019). Determinants of say on pay vote: a configurational analysis. *International Entrepreneurship and Management Journal*, 15, 3, pp. 837-856.
- Engle R., Brogi M., Cucari N., Lagasio V. (2019). Environmental, social, governance: Implications for businesses and effects for stakeholders. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26, 6, pp. 1627-1628.
- Esposito De Falco S. (2014). *La corporate governance per il governo dell'impresa*. Milano: McGraw-Hill, pp. 1-469.
- Esposito De Falco S. (2017). *I rapporti di potere nel sistema proprietario. Il difficile equilibrio tra maggioranza e minoranza*. Padova: Cedam Wolters Kluwer, pp. 1-153.
- Esposito De Falco S., Cucari N., Canuti E., Modena S. (2019). Corporate governance and blockchain: Some preliminary results by a survey. *Corporate Governance: Search for the Advanced Practices*, 102-115. DOI: 10.22495/cpr19p3
- Esposito De Falco S., Cucari N., Sorrentino E. (2016). Voting dissent and corporate governance structures: The role of say on pay in a comparative analysis. *Corporate Ownership & Control*, 13, 4-1, pp. 188-197.
- Governance Advisors (2019). *Blockchain e Corporate Governance*. Disponibile su: http://www.governanceadvisors.it/1/upload/blockchain_e_corporate_governance_pdf
- Matera P. (2018). Note in tema di blockchain e assemblee delle società quotate nell'età della disintermediazione. *Comparazione e Diritto Civile*, pp. 1-23. ISSN 2037-5662.