

ATTUALITÀ

Principi di corporate governance G20/OCSE: rilevanza per gli operatori

12 Febbraio 2024

Bruno L. Cova, Partner, Greenberg Traurig Santa Maria



Bruno L. Cova, Partner, Greenberg Traurig Santa Maria

> **Bruno L. Cova**

Bruno Cova è European Co-Chair dei team Restructuring & Insolvency e Compliance dello studio Greenberg Traurig Santa Maria. Si occupa principalmente di transazioni complesse come acquisizioni transfrontaliere e ristrutturazioni di società in difficoltà. Inoltre, assiste regolarmente società e istituzioni finanziarie internazionali nell'affrontare questioni di corporate governance e rischi legali, nell'elaborare sistemi di controlli interni o meccanismi contrattuali per ridurre al minimo tali rischi, nell'indagare problemi legali e di compliance e nel difendere i clienti di fronte alle autorità di vigilanza o nel contesto di indagini penali. Fa parte del gruppo di Esperti del Comitato Corporate Governance di Borsa Italiana.

Obiettivi, destinatari e struttura

Nel settembre del 2023 sono stati approvati e pubblicati i principi di *corporate governance* dell'OCSE e del G20 (i **Principi**).

Si tratta di un importante documento, che ha richiesto oltre 18 mesi di studio e di lavoro.

I Principi si rivolgono sia ai c.d. *policy makers* (quali governi, parlamenti, autorità di regolazione e supervisione, associazioni di categoria e comitati per la promozione del buon governo societario) sia direttamente ai *market participants* (società di capitali e i loro amministratori, azionisti, finanziatori).

Secondo i Principi spetta ai governi, alle autorità di vigilanza e al settore privato di ciascuno stato partecipante (fra cui naturalmente l'Italia, stato membro sia dell'OCSE sia del G20) valutare il quadro nazionale di riferimento per il governo societario e introdurre se del caso norme di attuazione obbligatorie o volontarie, tenendo conto delle caratteristiche economiche, normative e culturali di ciascun mercato.

I Principi non intendono sostituirsi alle norme statali, ma si ripromettono di identificare degli specifici obiettivi e suggerire varie modalità per raggiungerli. Queste modalità possono concretizzarsi in normativa primaria e secondaria, regolamenti di quotazione (le cosiddette *listing rules*), norme di autoregolamentazione quali ad esempio i codici di *corporate governance* o di *stewardship*, impegni contrattuali, impegni unilaterali e prassi comportamentali (le *best practices*).

Vedremo quindi se e quali iniziative verranno prese da soggetti con potestà normativa, regolamentare e di auto-disciplina per modificare o integrare il quadro di riferimento vigente in Italia. Questo articolo si focalizzerà sulle indicazioni dei Principi che hanno già immediata rilevanza per gli operatori di mercato (emittenti, azionisti, finanziatori), evidenziando – senza pretesa di esaustività – quando i Principi prevedono comportamenti diversi da quelli generalmente adottati da emittenti italiani.

I Principi si focalizzano sulle società quotate (*publicly traded companies*), ma dichiarano anche di poter essere un utile strumento per migliorare il governo societario delle altre società di capitali. I Principi forniscono suggerimenti in relazione ai temi della sostenibilità e della resilienza con la finalità di aiutare le società a gestire rischi ambientali e sociali anche attraverso l'integrazione e l'aggiornamento delle

linee guida in materia di informativa ai mercati, ruolo e diritti degli azionisti e degli altri soggetti interessati e ruolo e responsabilità dei consigli di amministrazione.

I Principi si articolano in sei sezioni:

- I. *Ensuring the basis for an effective corporate governance framework*
- II. *The rights and equitable treatment of shareholders and key ownership functions*
- III. *Institutional investors, stock markets, and other intermediaries*
- IV. *Disclosure and transparency*
- V. *The responsibilities of the board*
- VI. *Sustainability and resilience.*

Le indicazioni della prima e la seconda sezione sono in massima parte, per loro natura tali da richiedere l'emanazione di norme primarie o secondarie, o norme pattizie internazionali. Non sono quindi di diretta ed immediata rilevanza per gli operatori di mercato, benché questi possano trarvi utili informazioni rispetto alle probabili evoluzioni del quadro normativo, nonché riguardo gli obiettivi generali che i Principi si pongono.

La terza sezione è significativa per gli intermediari finanziari e comunque utile agli emittenti per comprendere gli obiettivi ed i comportamenti dei loro investitori.

Le sezioni quarta, quinta e sesta sono di interesse per gli emittenti, e pertanto utili anche agli altri operatori di mercato.

Questo articolo si focalizza sui principi di immediato interesse per gli emittenti e gli altri operatori di mercato, e quindi sulle sezioni dalla terza alla sesta.

I contenuti dei Principi sono in larga misura già presidiati dalle norme primarie e secondarie del nostro ordinamento, o dalle norme di autodisciplina – in particolare il Codice di Corporate Governance del Co-

mitato per la Corporate Governance e i Principi di Stewardship del 2013 di Assogestioni. Secondo un recente studio di Assonime il 90% dei contenuti dei Principi è già oggetto di regolazione normativa o di autodisciplina in Italia¹.

Vi sono tuttavia diverse indicazioni dei Principi che costituiscono utili spunti comportamentali e interpretativi, particolarmente per quegli emittenti che dichiarano di attenersi alle *best practice* in materia di *corporate governance*².

Sostenibilità e resilienza

La sezione dei Principi più densa di indicazioni assenti o solo parzialmente rintracciabili nell'ordinamento italiano o nel Codice di Corporate Governance è la VI. *Sustainability and resilience*, che fornisce utili linee guida per gli amministratori di società, anche come ausilio interpretativo del "successo sostenibile" previsto dal Codice di Corporate Governance³.

Il punto di partenza è l'affermazione che le norme di governo societario devono essere tali da fornire incentivi affinché le società e i loro investitori prendano decisioni e gestiscano rischi in modo tale da contribuire alla sostenibilità e resilienza della società stessa.

¹ In particolare, nella *Guide to the G20/OECD Principles on Corporate Governance* pubblicata da Assonime a gennaio 2024 si legge: "On the basis of our assessment, we find that Italian framework for corporate governance is strongly aligned with the G20/OECD Principles. The implementation index of all recommendations, elaborated by Assonime to provide a synthetic measure of the alignment, is close to 90%. The implementation index is much higher for non-optional recommendations (91%) for optional ones (53%), while it is quite homogeneous for the different governance areas: 92% for the general framework, 88% for board responsibilities and 83% for the governance of sustainability. A large part of the G20/OECD Principles are almost fully implemented in the Italian framework (62%), and a significant part are broadly implemented (31%). We find a weak implementation only for two principles."

² Si riporta a titolo di esempio una tipica affermazione tratta dalla relazione sul governo societario di un emittente: «[La Società] ha adottato e si impegna a promuovere e mantenere un adeguato Sistema di Controllo Interno e di Gestione dei Rischi ("SCIGR"). Tale sistema è integrato nell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile e, più in generale, di governo societario [della Società] e si fonda sul Codice di Corporate Governance cui [la Società] aderisce, prendendo a riferimento i modelli e le *best practice* nazionali e internazionali»

³ Il Codice di Corporate Governance definisce il successo sostenibile come l'"obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società.

Il principio VI.A. tratta dell'informativa relativa alla sostenibilità e contiene in parte indicazioni che possono essere utili ad emittenti che vogliano migliorare la propria informativa al mercato. Ad esempio in termini di identificazione delle informazioni utili agli investitori per le proprie decisioni di allocazione del capitale (VI.A.), valutazione della significatività dell'informazione (VI.A.1), collegamento fra le informazioni sulla sostenibilità e quelle di natura finanziaria (VI.A.3).

Il principio VI.B. sottolinea l'utilità del dialogo con investitori e altri *stakeholder* nell'assistere l'agire informato degli amministratori e identificare quali informazioni sulla sostenibilità debbano essere ritenute significative e quindi essere oggetto di informativa ai mercati. Si tratta di utili indicazioni che – in coerenza con la Raccomandazione 3 del Codice di Corporate Governance – gli emittenti potranno valutare nell'aggiornare la propria politica di *engagement*.

Il ruolo del consiglio di amministrazione in materia di sostenibilità viene trattato al principio VI.C., che richiede che le norme di governo societario assicurino che gli amministratori tengano in dovuta considerazione i più significativi rischi ed opportunità di sostenibilità nell'esercizio delle loro funzioni di revisione, supervisione e guida del governo societario, dell'informativa al mercato, della strategia aziendale, di gestione dei rischi e di controllo interno.

Si richiede poi (VI.C.1) che l'organo di amministrazione assicuri che eventuali attività di *lobbying* siano coerenti con gli obiettivi di sostenibilità della società, anche a scapito del sacrificio di possibili vantaggi di breve termine (l'esempio fornito nei Principi è relativo al ritardare l'introduzione di misure di *carbon pricing* per una società che intende operare una transizione verso un'economia che riduca le emissioni da fonti fossili).

L'organo di amministrazione dovrebbe inoltre verificare che la struttura di capitale della società sia coerente con gli obiettivi strategici e il rischio ritenuto accettabile, controllando in continuità che il capitale sia sufficiente tenendo conto diversi scenari, inclusi scenari con una ridotta probabilità di accadimento ma impatto elevato (VI.C.2).

Il principio VI.D. auspica che l'impianto di governo societario tenga conto dei diritti, del ruolo e degli interessi degli *stakeholder* e incoraggi la cooperazione fra emittenti, azionisti e altri soggetti interessati nella creazione di valore, posti di lavoro di qualità, e società sostenibili e resilienti.

Il principio si articola in indicazioni che valorizzano il capitale umano della società, anche auspicando lo sviluppo della partecipazione dei lavoratori in diversi aspetti delle attività della società (VI.D.3); auspicano che le società – in assenza di vincoli normativi o contrattuali – adottino volontariamente e unilateralmente impegni nei confronti degli *stakeholder*, ad esempio attraverso l'adozione di *standard di due diligence*.

Trasparenza e informativa ai mercati

Come si è visto, numerosi elementi dei Principi in materia di sostenibilità e resilienza riguardano l'informativa ai mercati e ne sottolineano l'importanza.

Il Principio IV. *Disclosure and transparency* prevede un'articolata descrizione dell'informativa che deve essere data al mercato e delle sue modalità. Benché si tratti in larga misura di temi già coperti dalle regole (anche di autodisciplina) in vigore in Italia, i Principi trattano alcuni aspetti ulteriori.

Senza pretesa di esaustività, ne menziono alcuni particolarmente significativi, anche perché possono ingenerare aspettative degli investitori che non sono presidiate dall'assetto di governo societario anche degli emittenti che aderiscono al Codice di Corporate Governance.

Il Principio IV.A.2 richiede che gli emittenti comunichino le più rilevanti politiche aziendali e indicatori (*performance metrics*) in materia di questioni ambientali e sociali. Analogamente il Principio IV.A.6 chiede che vengano comunicate le polizze che assicurano la responsabilità degli amministratori e dirigenti apicali (le c.d. *D&O policy*) in quanto si ritiene che la loro esistenza possa influenzare le decisioni dell'organo di amministrazione.

I Principi affermano che è buona prassi pubblicare il regolamento dell'organo di amministrazione e dei comitati endoconsiliari (IV.A.9).

In materia di trasparenza e dialogo con gli azionisti si prevede (IV.D) che gli azionisti possano comunicare direttamente con l'*audit committee*⁴ o altro organismo societario che ne abbia la responsabilità in

⁴ Benché nell'ordinamento italiano il ruolo di monitoraggio dell'attività della società di revisione sia attribuito comitato per il controllo interno e la revisione contabile (funzione svolta nelle società quotate dal collegio sindacale)

relazione al suo ruolo di monitoraggio della società di revisione.

Una particolare attenzione viene dedicata dai Principi all’informativa in materia di prospettive finanziarie della società e contratti di finanziamento. Vista l’importanza di questo aspetto e la sua rilevanza anche per le norme previste dal Codice della Crisi, il tema è trattato separatamente.

Trasparenza su situazione prospettica della società e contratti di finanziamento

In questa materia i Principi contengono delle importanti innovazioni, che nel contesto italiano assumono particolare rilevanza dopo l’entrata in vigore del Codice della Crisi nel luglio 2022.

La definizione di *material information* del Principio IV è di “*information whose omission or misstatement can reasonably be expected to influence an investor’s assessment of a company’s value*”. Il riferimento al valore dell’emittente è naturalmente di particolare importanza in situazioni di crisi aziendale in cui il valore subisce un impatto che va ben al di là delle tipiche fluttuazioni dovute ai risultati economici e le aspettative future, arrivando – nel caso estremo dell’insolvenza – ad azzerarsi. Secondo i Principi, le informazioni rilevanti “*would typically include the value, timing and certainty of a company’s future cash flow*”. Al Principio IV.A.1 si afferma che gli investitori hanno un particolare interesse in informazioni che possano aiutarli a comprendere l’andamento futuro della società. Come si vede lo stesso tipo di informazioni che il Codice della Crisi ritiene vengano valutate dall’organo di amministrazione per poter rilevare tempestivamente una situazione di crisi prospettica⁵.

I Principi richiedono poi trasparenza su diversi altri fattori che vengono di rilievo in situazione di crisi aziendali, quali la presenza di garanzie infragruppo (IV.A.4), la dipendenza da particolari materie prime o filiere di fornitura, rischi finanziari legati ai tassi di interesse o a contratti derivati (IV.A.8).

Una particolare attenzione viene dedicata dal Principio IV.A.10 ai contratti di finanziamento, le cui previsioni possono limitare significativamente la discrezionalità decisionale della società e dei suoi

(art. 19 D. Lgs. 39/2010 è prevedibile che l’aspettativa degli azionisti – specie degli investitori istituzionali internazionali – sia di comunicare con il Comitato Controllo e Rischi, tenuto conto anche dell’assenza di un diritto di interlocuzione degli azionisti con il comitato per il controllo interno e la revisione contabile/collegio sindacale.

⁵ Cfr. art. 3 del Codice della Crisi.

azionisti. Si citano come esempi gli impegni (*covenant*) che prevedono restrizioni alla distribuzione di dividendi, alla cessione di attivi, o situazioni – tipiche fasi iniziali delle operazioni di ristrutturazione del debito – in cui i creditori chiedono diverse modalità di gestione della società in cambio della concessione di una sanatoria (*waiver*) dell’inadempimento della società ad un *covenant*. Per questo i Principi chiedono che i mercati vengano informati su i principali elementi dei contratti di finanziamento e le valutazioni dell’emittente in materia.

Il ruolo dell’organo amministrativo

Come nel caso di trasparenza e informativa al mercato, anche le previsioni dei Principi sul ruolo dell’organo di amministrazione sono già largamente presenti nel nostro ordinamento o nel Codice di Corporate Governance. Anche in questa materia tuttavia i Principi presentano alcune differenze e integrazioni di cui è opportuno che gli emittenti tengano conto. Alcuni esempi.

Il Principio V.C. prevede che fra i compiti degli amministratori ci sia anche quello di nominare e supervisionare i dirigenti apicali (*key executives*)⁶ e ricorda che in alcune giurisdizioni si richiede che l’organo di amministrazione eserciti supervisione sulle strategie di rapporti istituzionali finalizzati ad influenzare comportamenti delle istituzioni (*lobbying*), finanziarie, e di pianificazione fiscale.

Contrariamente alla prassi largamente prevalente in Italia, è menzionato (V.D.9) che in alcune giurisdizioni è considerata buona prassi che il responsabile delle relazioni con gli investitori riporti direttamente all’organo di amministrazione.

Conclusioni

La nuova edizione dei Principi è stata redatta tenendo conto delle importanti novità degli ultimi anni (la crescita di importanza dei fattori ESG, il movimento da *shareholder capitalism* a *stakeholder capitalism*, l’impatto della pandemia e dei fenomeni meteorologici, le tensioni geopolitiche) e costituiscono quindi una efficace mappa per individuare possibili miglioramenti nel governo societario dei nostri emittenti. La loro natura non vincolante e l’assenza di un meccanismo di *comply or explain*, li rende un importante stimolo al dibattito consiliare, lasciando agli amministratori ogni libertà. Insomma, lettura consigliata.

⁶ Concetto ripetuto al Principio V.D.4.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

