



EFFECTIVE GOVERNANCE OUTLOOK



***IL PUNTO SUGLI
AMMINISTRATORI
INDIPENDENTI***

N. 3 – GENNAIO 2015

L'obiettivo culturale e formativo di ***Effective Governance Outlook (EGO)*** è sviluppare una maggiore sensibilità degli amministratori, in particolar modo i NED, sulle modalità con cui **declinare effettivamente, all'interno di ciascuna società, i principi di buona *governance*, adattandoli alle specificità di ciascuna di esse e su come accrescere l'informativa al mercato sulla *governance* effettiva.**

EGO affronta problematiche di *governance* relative a specifici settori economici o segmenti di mercato e a singoli profili di *governance* di rilevanza e attualità, in una prospettiva nazionale, internazionale e comparata.

Il punto sugli amministratori indipendenti

Questo numero è stato redatto da Maria Luisa Di Battista (Responsabile di EGO e Componente del Comitato Scientifico Nedcommunity) con il contributo di Livia Aliberti Amidani (Componente del Comitato Scientifico Nedcommunity), Rosa Cervellione, Giorgio Ghiglieno, Romina Guglielmetti e Francesco Vella (associati Nedcommunity), Andrea Lippi (Ricercatore in Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università Cattolica del S. Cuore), Giulia Gozzi (neo-laureata magistrale dell'Università di Parma).

N. 3 – Gennaio 2015

Il punto sugli Amministratori Indipendenti

INDICE

Sintesi	5
1. L'attualità e la rilevanza del tema e le prospettive di analisi perseguite	11
2. Tante definizioni di amministratore indipendente in Italia e poca chiarezza	12
2.1 L'indipendenza nelle società non quotate	13
2.2 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema tradizionale	14
2.3 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema dualistico	16
2.4 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema monistico	17
2.5 L'indipendenza nelle società quotate	18
2.6 L'indipendenza nel D.Lgs. n. 58/98 (il "TUF")	18
2.7 L'indipendenza nel Codice di Autodisciplina	19
2.8 L'indipendenza nella normativa bancaria	19
3. Relazioni personali e requisito di indipendenza. Spunti di riflessione dal caso americano	22
4. Le responsabilità del Board nella valutazione del requisito di indipendenza dei suoi membri	27
5. Amministratori indipendenti, <i>governance</i> e <i>performance</i> : una rassegna della recente letteratura empirica	31
6. Gli amministratori indipendenti nei <i>board</i> delle società quotate italiane	38
7. Remunerazione, rischi e impegno degli Amministratori Indipendenti	49
BIBLIOGRAFIA	54
Appendice	59
Box 1 Gli Amministratori indipendenti negli Statuti di 50 principali società quotate	59

Il punto sugli Amministratori Indipendenti

Sintesi

Il numero 3 di *Effective Governance Outlook* (EGO) fa il punto su una serie di tematiche che riguardano la definizione e il ruolo degli amministratori indipendenti (AI) con particolare riferimento al contesto italiano delle società quotate. Gli AI cui ci riferiamo sono da intendersi sempre come consiglieri professionali indipendenti, dal momento che riteniamo con convinzione che l'indipendenza si rafforza con la professionalità.

Gli spunti di riflessione e le proposte formulate riguardano i seguenti aspetti:

- Si evidenzia l'opportunità di giungere in tempi brevi ad una definizione di "indipendenza" unica che superi i problemi interpretativi di quelle fornite attualmente da leggi e codice di autodisciplina, 1) considerando, sull'esempio americano, l'area dei rapporti personali fra amministratori e esponenti aziendali e 2) individuando una griglia di criteri quantitativi espliciti e uniformi per tutte le società quotate, quanto meno da sperimentare a livello di Codice di Autodisciplina (CAD), prevedendo inoltre un maggior grado di dettaglio e di rigore nell'applicazione del principio *comply or explain*.
- Emergono i rischi connessi al processo di attestazione dei requisiti di indipendenza degli amministratori da parte del consiglio nel suo complesso e la necessità di migliorare tale processo. La verifica, per essere effettiva, dovrebbe muovere dalle dichiarazioni dell'interessato e proseguire con l'acquisizione della documentazione attestante le qualità personali e professionali dichiarate, a prescindere dalla loro notorietà. Tale verifica dovrebbe essere "congrua" a pena di falsa attestazione con conseguenti profili di responsabilità che ne derivano. A tal fine, ciascun Consiglio di Amministrazione dovrebbe condividere ed approvare ex ante le diverse fasi del processo di verifica e dovrebbe definire una griglia di criteri quantitativi finalizzata alla raccolta e valutazione delle informazioni ricevute.
- Le verifiche empiriche condotte in letteratura evidenziano, pur in modo non univoco, una relazione positiva tra la presenza di AI e le performance aziendali; ciò dovrebbe indurre a vedere con favore una ulteriore crescita del numero di AI nei *board*.
- Nella realtà italiana, la presenza degli AI è mediamente elevata (45% a fine 2013) e superiore al limite minimo di un terzo posto dal CAD soltanto per le società appartenenti al FTSE-MIB. Tale presenza è molto differenziata tra gli emittenti (nel 25% delle società è inferiore a un terzo) e tendenzialmente più bassa per le società appartenenti al segmento STAR. Potrebbe essere, quindi, opportuno valutare l'estensione a tutte le società quotate della previsione del CAD di un terzo di AI, al momento prevista solo per quelle appartenenti al MIB e, allo stesso tempo, introdurre per tutte le società un numero minimo di AI pari a 3.
- Emergono considerazioni a favore di una revisione al rialzo dei compensi degli AI, in relazione alle crescenti e diversificate responsabilità attribuite a tali ruoli e al notevole aumento dei carichi di lavoro legati anche alla presenza nei comitati, solo parzialmente recepita negli schemi retributivi attuali. Inoltre, può essere opportuno esplorare la strada di costruire, per una parte del compenso degli AI, sistemi di incentivi ancorati a specifici indicatori che si muovano coniugando la prospettiva di un miglioramento dei risultati societari nel lungo termine, con la conservazione dei presidi prudenziali e di rischio.

La definizione di indipendenza

La prima apparizione degli AI nel panorama italiano è avvenuta nel 1999 nel codice di autodisciplina delle società quotate, in una fonte, quindi, di *soft law* destinata alle società che fanno ricorso al mercato di rischio. Nei quindici anni ormai decorsi dalla prima pubblicazione del Codice Preda il ruolo degli AI nel governo societario si è evoluto, nelle prassi e in diritto, in modo progressivamente più chiaro. Tuttavia, permane nel nostro ordinamento una definizione non univoca di indipendenza. Per le società non quotate il riferimento è il codice civile; per le società quotate a questo si aggiungono il D.Lgs. n. 58/98 (il "TUF") e il Codice di autodisciplina (CAD); per le banche quotate e non quotate un ulteriore fonte normativa è il D.Lgs. n. 385/93 (il "TUB"). L'analisi svolta ha evidenziato tante definizioni di amministratore indipendente, in parte sovrapposte, ma ha fatto anche emergere quanta poca chiarezza ci sia su questo tema. Le definizioni più complete appaiono al momento ricavabili dal CAD e dalla recente normativa bancaria; stante l'attuale normativa, potrebbe pertanto essere opportuno che ciascuna società giunga, all'interno del proprio statuto o nel regolamento consiliare, a una definizione unica di indipendenza, che rifletta le specificità della società, pur nella difficoltà di individuare parametri e processi di valutazione adeguati per la verifica del requisito. Una modifica più radicale potrebbe andare nella direzione di individuare una griglia di criteri quantitativi espliciti e uniformi per tutte le società quotate, quanto meno da sperimentare a livello di CAD prevedendo inoltre un maggior grado di dettaglio e di rigore nell'applicazione del principio *comply or explain*. Il criterio *comply or explain* potrebbe parzialmente risolvere le difficoltà di individuare tali parametri e allo stesso tempo permettere di prendere in considerazione un'area estremamente grigia come quella dei rapporti personali o dei rapporti finanziari o professionali, a prescindere dalla loro rilevanza.

Negli Stati Uniti alcune recenti evoluzioni normative sembrano aver intrapreso una strada che consente, indirettamente, di rilevare gli aspetti più *soft* delle relazioni interpersonali ai fini della valutazione dell'indipendenza. La SEC, nel 2012, implementando la Sezione 952 del Dodd-Frank Act, ha imposto agli Stock Exchanges di inserire tra le *listing rules* previsioni specifiche in materia di composizione del Comitato Remunerazione, suggerendo di considerare ulteriori legami potenzialmente lesivi dell'indipendenza dei componenti di tale comitato: "*For example, the exchanges might conclude that **personal** or business relationships between members of the compensation committee and the listed issuer's executive officers should be addressed in the definition of independence*". Il NYSE e il NASDAQ hanno entrambi adottato nuove regole per attuare questa previsione, affidando però al consiglio il compito di considerare in senso ampio "tutti i fatti e le circostanze rilevanti", come ad esempio relazioni di tipo professionale, di business, "*charitable and familial*".

In conclusione, se negli USA il cammino verso una definizione più completa dell'insieme dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza degli amministratori non è certamente terminato, è pur vero che in Italia il dibattito sui legami personali non si è ancora aperto. Allo stesso tempo però il prendere in considerazione l'area grigia dei rapporti personali potrebbe più efficacemente essere compito dell'intero *board* nell'ambito delle proprie responsabilità sulla valutazione dell'indipendenza dei singoli consiglieri.

I rischi e le cautele nel processo di valutazione dell'indipendenza da parte del consiglio

Con riferimento alla ripartizione della responsabilità sulla valutazione dell'indipendenza tra singolo consigliere e *board* nel contesto italiano, la nostra analisi ha messo in evidenza che le dichiarazioni sostitutive rilasciate dai singoli consiglieri sono considerate come fatte a pubblico ufficiale (art. 76 del D.P.R.) e, di conseguenza, che l'autocertificazione non rispondente al vero costituisce condotta penalmente rilevante. Tuttavia l'autodichiarazione non costituisce scriminante rispetto alla responsabilità del *board* e benché non vi sia dubbio alcuno sul fatto che la verifica del requisito di indipendenza dei singoli consiglieri sia di competenza del consiglio di amministrazione (di sorveglianza/gestione nel sistema dualistico), esiste una vasta area di *malpractice* che considera "verifica" il mero recepimento delle dichiarazioni dell'interessato (a prescindere che vengano fornite nella forma di dichiarazione sostitutiva), senza l'acquisizione di documentazione alcuna né lo svolgimento di altri approfondimenti. La verifica, invece, per essere effettiva, dovrebbe muovere dalle dichiarazioni dell'interessato e proseguire con l'acquisizione della documentazione attestante le qualità personali e professionali dichiarate, a prescindere dalla loro notorietà. Tale verifica dovrebbe essere "congrua" pena la falsa attestazione con i conseguenti relativi profili di responsabilità nel caso di comunicazione al mercato e agli organi di vigilanza e controllo. A tal fine, stante l'attuale normativa, ciascun Consiglio di Amministrazione dovrebbe condividere ed approvare *ex ante* le diverse fasi del processo di verifica e dovrebbe definire una griglia di criteri quantitativi finalizzata alla raccolta e valutazione delle informazioni.

Uno strumento utile per effettuare una verifica "congrua" può essere mutuato dalla normativa antiriciclaggio (D.Lgs. 231/07). Come noto, ai destinatari di tali disposizioni è richiesto di *know your customer* in ogni fase del rapporto. Alcuni degli strumenti di conoscenza del cliente ivi previsti (in particolare l'adeguata verifica) potrebbero essere in parte utilizzati per *know your independent director*. L'adeguata verifica del requisito di indipendenza del consigliere potrebbe, pertanto, essere condotta attraverso l'intervista finalizzata ad approfondire il tenore delle informazioni fornite dallo stesso e la loro congruità con la documentazione e le dichiarazioni rilasciate.

Circa la distribuzione della responsabilità tra i membri dei vari organi, la giurisprudenza ha chiarito che, pur essendo sempre possibile graduare la responsabilità dei singoli in ragione del ruolo concretamente svolto, la responsabilità grava sull'intero organo amministrativo non potendo essere invocato da nessun consigliere, anche non esecutivo, il proprio stato di ignoranza a meno che non offra la prova di avere subito un inganno.

Definire, in concreto, quale debba essere il grado di approfondimento necessario a far ritenere "congrua" l'attività di verifica del requisito di indipendenza, così da non incorrere in alcuna responsabilità nel caso in cui esso dovesse non sussistere, non è facile. Il consiglio è stretto tra la necessità di "assicurare il rispetto sostanziale della normativa vigente" e le gravi sanzioni cui è esposto nel caso in cui quel requisito dovesse risultare inesistente. Non disponendo di strumenti di indagine che gli permettano di effettuare accertamenti invasivi della *privacy*, deve assicurarsi che il singolo sia disponibile a fornire, non solo tutte le informazioni funzionali all'accertamento della propria effettiva indipendenza che gli vengano richieste, ma anche a mettere a disposizione del consiglio ogni tipo di documentazione che, con la stessa finalità, sia ritenuta necessaria. Nell'ambito del processo di valutazione definito ed approvato dal *board* possono quindi essere richieste e devono essere fornite anche informazioni - e la relativa

documentazione – attinenti alla natura prevalente della propria attività, alla redditività della stessa, alla composizione della propria clientela (quando, in particolare, si tratta di professionisti). Le informazioni e la documentazione così acquisite e quelle che il consiglio decida di acquisire in altro modo (ad esempio, definendo, anche attraverso le associazioni di categoria, accordi con amministrazioni competenti al rilascio di certificazioni) devono poi essere esaminate e valutate con la diligenza necessaria, disponendo ulteriori approfondimenti nei casi in cui dall'analisi dei dati raccolti emergessero elementi di incertezza o il consigliere sottoposto alla verifica si mostrasse scarsamente collaborativo o, addirittura, reticente. In definitiva, il consiglio, ancora una volta, anche in questa delicata attività, trova protezione nel suo generale dovere di "agire informato e con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico" e nella capacità di esprimere, nella sua collegialità, competenze adeguate allo svolgimento di ciascuno dei compiti cui è chiamato.

Le considerazioni svolte ci inducono a ritenere che il processo di valutazione dell'indipendenza dei suoi membri da parte del *board* sia migliorabile e debba essere migliorato.

Il contributo degli amministratori indipendenti alle performance aziendali

La letteratura empirica volta a misurare gli effetti della presenza di AI nei *board* in termini di diligenza del *board* e *performance* della società ha trovato nuovo impulso a seguito della crisi finanziaria internazionale, ma non può ancora considerarsi esaustiva: alcuni studi sembrano indicare che la presenza di AI ha effetti positivi sulla capacità di attrarre investitori stranieri, mentre il loro ruolo attivo (riunioni tra AI o dimissioni degli AI) può essere considerato un segnale positivo da parte del mercato. Altri studi cercano una relazione tra la presenza di indipendenti e la performance aziendale, misurata in vari modi, in termini di redditività contabile, di andamento di mercato del titolo, di grado di patrimonializzazione della società, di maggiore propensione alla distribuzione di dividendi. Le risultanze, pur non univoche, sembrano indicare effetti positivi sulla *performance* al crescere degli AI. Vi è da ultimo una serie di contributi che indagano sul comportamento degli AI, volto a mantenere elevata la loro reputazione, come ad esempio maggior *turnover* dei CEO in società che mostrano *performance* negative e maggiore presenza di AI; dimissioni di AI da società con *performances* negative, impegno differenziato dell'AI con più incarichi e maggiore impegno nell'ambito di società più prestigiose.

Le indagini hanno trascurato l'Europa, mentre numerosi sono gli studi su campioni americani e su singole economie emergenti. Vi è quindi spazio per future ricerche incentrate sull'Europa ma anche sul caso italiano, così da verificare se gli interventi regolamentari di *governance* attuati a seguito della crisi finanziaria internazionale stiano producendo effetti positivi o se sia necessario un affinamento della disciplina.

Una presenza di amministratori indipendenti ancora migliorabile

L'analisi dei dati più recenti, relativi all'anno 2013, con riferimento alle società quotate italiane fa emergere che gli AI rappresentano mediamente circa il 45% degli amministratori totali, una percentuale elevata e mediamente superiore ai minimi previsti dalla normativa. I dati elaborati permettono di distinguere tra AI da CAD e da TUF. Il raffronto fra le società quotate sull'MTA a fine 2012 e a fine 2013 (stesso campione) evidenzia, in media, una crescita sia del numero di AI da TUF (da 4,41 a 4,50) sia di AI da CAD (da 4,10 a 4,30). Tale crescita è risultata maggiore per le società appartenenti al segmento STAR (rispettivamente +7,40% per gli AI da TUF e +7,22% per gli AI da CAD), ma il segmento STAR continua a mostrare una notevole

minore presenza di AI nel numero e nell'incidenza % delle due tipologie di AI anche rispetto alle società diverse da quelle appartenenti al MIB, nonostante le regole di *governance* per le società appartenenti allo STAR siano generalmente più stringenti.

Il numero e l'incidenza degli AI non mostrano differenze significative in funzione della quota proprietaria del primo azionista.

Secondo alcuni studi, affinché gli AI possano svolgere il loro ruolo in modo efficace è necessaria la presenza di un numero minimo di AI. A fine 2013, le società al cui interno la presenza di AI è inferiore al 33% (limite previsto dal CAD solo per le società appartenenti al MIB) e contemporaneamente il loro numero è inferiore a 3, rappresentano complessivamente circa il 15% del totale delle società. In particolare si tratta del 20 % delle società che non appartengono né al MIB né allo Star, del 9,2% di quelle STAR e del 5% di quelle MIB. Inoltre, per 6 società appartenenti al MIB la quota di indipendenti risulta inferiore a un terzo. All'interno dei quattro settori, le percentuali più basse sono nei settori più regolamentati, quali quello finanziario e dei servizi all'interno del quale sono comprese le *public utilities*.

Al lato opposto della distribuzione, le società al cui interno sono presenti almeno 5 AI e contemporaneamente la presenza di AI è almeno pari al 60% sono circa il 25% del totale, con un peso del 35% per le società appartenenti al MIB, del 25% per le altre non STAR e non MIB e solo del 18% per le società dello STAR. Anche in questo caso le percentuali più elevate sono nei settori più regolamentati, quali quello finanziario e dei servizi.

- In conclusione la presenza degli AI è mediamente elevata e superiore al limite minimo posto dal CAD (peraltro solo per le società appartenenti al MIB), anche se tale incidenza è molto differenziata all'interno delle società quotate. I dati mettono anche in evidenza che in alcuni casi vi è spazio per effettuare valutazioni dell'indipendenza più approfondite prima della nomina nel *board*, eventualmente riducendo il numero degli indipendenti ed aumentando quello dei non esecutivi; mentre, in altri casi, sembra opportuno aumentare la presenza degli AI. Potrebbe essere opportuno valutare l'estensione a tutte le società quotate della previsione del CAD di un terzo di AI, al momento prevista solo per le società MIB e allo stesso tempo introdurre per tutte le società un numero minimo di AI pari a 3.

La retribuzione degli amministratori indipendenti

I sistemi retributivi degli amministratori rappresentano il terreno sul quale ormai da tempo si esercitano regolatori e legislatori di tutto il mondo, in quanto proprio questi sistemi sono ritenuti fra i principali imputati delle scelte imprenditoriali che hanno portato alla crisi finanziaria ed economica internazionale. In questo sforzo di regolamentazione, però, è rimasto in ombra, tranne qualche sporadico riferimento, un problema sicuramente con minore *appeal* per le cronache giornalistiche, ma in realtà di grande rilievo per un efficace funzionamento del governo societario, e cioè quello delle politiche di retribuzione per i membri dei consigli non esecutivi e indipendenti; una sottovalutazione singolare se confrontata con le *policy* di valorizzazione del ruolo di questa categoria di soggetti per favorire gestioni imprenditoriali oculate, prudenti e orientate alla prevenzioni dei rischi. In questa prospettiva occorre, però, chiedersi se simili esigenze di valorizzazione del ruolo e delle competenze degli indipendenti non debbano essere soddisfatte anche con il riconoscimento di adeguate e sufficienti remunerazioni per lo svolgimento di un compito che diventa sempre più gravoso e responsabilizzante. In sostanza, come sottolineava Taranto già nel 2011 e come afferma l'ultimo rapporto di Assonime (2014) *"si pone la questione se i compensi corrisposti agli*

indipendenti siano ovunque sufficienti ad attrarre trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste dal ruolo e commisurati all'impegno richiesto a ciascun consigliere tenuto conto anche dell'eventuale partecipazione ad uno o più comitati come raccomandato dal Codice di Autodisciplina".

La strada da percorrere può, da un lato, riprendere in considerazione la proposta di Taranto (2011), che porta a una maggiore valorizzazione del ruolo e del tempo dedicato agli AI ai comitati. A tale proposito, può essere utile un recente studio (Di Rienzo 2014), che fa emergere che: 1) i compensi degli AI sono in leggera flessione in Europa; 2) i compensi degli AI in Italia sono in linea con la media europea, inferiori al valore medio di Germania e Regno Unito e superiori a quello di Francia, Olanda e Svezia; 3) se si considera la remunerazione oraria dei consiglieri calcolata in base al tempo dedicato a consigli e comitati essa risulta inferiore nei settori più regolamentati (finanziari e utilities) e nettamente inferiore alla media europea. Più in particolare, la remunerazione oraria per la partecipazione ai comitati è notevolmente inferiore di quella per la partecipazione ai consigli. Inoltre, può essere opportuno esplorare la strada di costruire, per una parte del compenso degli AI, sistemi di incentivi ancorati a specifici indicatori che si muovano coniugando la prospettiva di un miglioramento dei risultati societari nel lungo termine, con la conservazione dei presidi prudenziali e di rischio. Si potrebbe fare riferimento a parametri il più possibile slegati da risultati e contingenze di breve periodo quali ad esempio, l'incremento della capitalizzazione di Borsa della società dall'inizio alla fine del mandato, ipotizzando il reinvestimento dei dividendi. Per quanto imperfetto, questo criterio fornisce con certezza una misura dell'incremento di valore ed è sufficientemente sintetico ed onnicomprensivo da non essere troppo condizionato da vicende o situazioni contingenti. Per prevenire, poi, azioni potenzialmente interessate all'ottenimento di un vantaggio nella retribuzione variabile, si potrebbe "spalmare" il pagamento di questa componente su tre esercizi successivi al mandato, per garantire un potere di revoca, almeno in parte, del pagamento stesso nel caso di emersione di ipotesi di "mala gestio" durante o subito dopo il mandato oggetto di valutazione. Questi parametri potrebbero poi essere ulteriormente presidiati da limiti massimi sia in percentuale che in valore assoluto, anche con riferimento alla componente fissa, commisurata al grado di impegno e partecipazione ai diversi organi societari (e l'eventuale ridotta o insufficiente partecipazione dovrebbe comportare una corrispondente diminuzione se non azzeramento di ogni forma di retribuzione), ma anche ad una "forbice" proporzionale calcolata sui compensi fissi degli apicali (ad esempio, il presidente) non esecutivi.

Accanto, o in alternativa, ai parametri quantitativi potrebbero essere prese in considerazione metodologie qualitative. Non vi è dubbio che tali metodologie comportano inevitabili elementi di soggettività e sono esposte a rischi di condizionamento ambientale, ma è sempre più diffusa la prassi, attraverso i processi di autovalutazione, di verificare e attestare la qualità del lavoro degli organi societari al di là di dati meramente formali (frequenza, durata, partecipazione nelle riunioni, qualità della formalizzazione delle stesse, ecc.), con l'apporto di soggetti "terzi", che formulano un giudizio indipendente sul funzionamento della *governance*, anche sulla base di un campione sufficientemente ampio di realtà consimili. In presenza di valutazioni elevate di questi parametri qualitativi, da considerare sempre nell'arco dell'intero mandato, si potrebbe corrispondere una componente di remunerazione variabile situata nella parte alta di un *range* predeterminato nei limiti da massimi e minimi.

1. L'attualità e la rilevanza del tema e le prospettive di analisi perseguite¹

Nelle ultime decadi i sistemi di *governance* del mondo occidentale hanno riposto crescenti attese sulla presenza nei *board* degli amministratori indipendenti (d'ora in poi anche AI) come figura di salvaguardia degli interessi degli *shareholders* e più in generale di tutti gli *stakeholders*, in grado di dare un contributo positivo al miglioramento della *governance* delle società e per tale via delle loro performance. Il richiamo al ruolo degli AI è crescente nell'ambito dei *Report* e/o delle Raccomandazioni da parte di organismi sovranazionali, Direttive comunitarie, normative nazionali e di settore e codici di autodisciplina; allo stesso tempo negli anni più recenti si sono moltiplicati gli studi empirici che hanno indagato sulla relazione tra presenza di AI nei *board* e *performance*.

Le definizioni di amministratore indipendente si possono prestare a diverse interpretazioni più o meno rigorose (più o meno lasche) da parte del singolo amministratore e/o del consiglio di amministrazione di cui fa parte; allo stesso tempo, ancor più importante, una definizione più restrittiva di amministratore indipendente non garantisce, da sola, che l'amministratore svolga o sia in condizione di svolgere i propri compiti correttamente. Occorre infatti non solo che l'amministratore possieda le competenze per poter esercitare il proprio ruolo - a ben vedere dovrebbero essere un prerequisito - ma anche che l'organizzazione, eventualmente sollecitata dagli stessi AI, sia disposta a fornire strutture risorse e processi affinché tale ruolo possa essere efficace. L'amministratore indipendente cui ci riferiremo in questo rapporto è da intendersi dunque sempre come "consigliere professionale indipendente"², dal momento che riteniamo con convinzione che l'indipendenza si rafforza con la professionalità³.

Senza avere pretese di completezza, in questo numero ci proponiamo di fare il punto, in una prospettiva interdisciplinare, su diversi aspetti che riguardano la qualifica e il ruolo degli AI, così da fare emergere eventuali aspetti poco chiari e/o problematici sui quali contribuire al dibattito in corso e regole e pratiche virtuose cui potersi riferire nel contesto italiano. In particolare, nel par. 2 prendiamo in esame le diverse definizioni di amministratore indipendente che si sono andate stratificando in Italia nel corso degli ultimi quindici anni; nel par.3 facciamo una digressione sulla normativa americana che appare, con riferimento alla definizione di indipendenza, più ampia rispetto alle normative europee, dal momento che prende in considerazione le relazioni personali; nel par.4, con riferimento al contesto italiano, facciamo il punto sulle responsabilità dell'intero *board* nella valutazione dell'indipendenza dei propri membri. Nel par.5 prendiamo in rassegna la letteratura internazionale empirica che ha indagato sulle funzioni degli AI nei *board* e sugli eventuali effetti della loro presenza sulla performance dei *board* e delle società; nel par. 6 esaminiamo i dati più recenti sulla presenza degli AI nei consigli delle società quotate italiane; da ultimo nel par. 7 affrontiamo il tema della remunerazione degli AI.

¹ di Maria Luisa Di Battista.

² Espressione usata in un manuale di pregio, considerato anche l'anno della sua pubblicazione a cura di Tamburi e Associati (2000), nel quale si ritiene condizione indispensabile di efficacia della *governance* la presenza di un significativo numero di "consiglieri professionali indipendenti".

³Il punto è ricordato da Bianchi (2014) che tuttavia evidenzia come "l'esperienza non sembra confortarne pienamente il fondamento".

2. Tante definizioni di amministratore indipendente in Italia e poca chiarezza⁴

In questo paragrafo ci proponiamo di esaminare le diverse definizioni di indipendenza che si sono andate stratificando nel corso degli ultimi quindici anni nel contesto istituzionale italiano.

L'indipendenza, da un punto di vista soggettivo, è da intendersi astrattamente come un atteggiamento individuale, che comporta un'*autonomia di giudizio* richiesta a tutti gli amministratori, affinché ciascuno di essi valuti liberamente, nell'interesse delle società, le proposte consiliari, in modo che da tale processo scaturiscano decisioni collegiali ponderate, frutto del contributo dei singoli.

In concreto, però, nonostante siano considerati generalmente "indipendenti" soltanto quegli amministratori che, al pari dei sindaci, non siano oggettivamente legati alla società e al gruppo a cui questa appartiene da rapporti di natura familiare, di lavoro (subordinato e non) o di natura professionale che ne possano compromettere la libertà di giudizio, nel nostro ordinamento non è rintracciabile una definizione tecnica univoca di indipendenza.

Ciò crea non poche difficoltà, laddove gli indipendenti costituiscono, in funzione delle proprie competenze e della propria terzietà, uno strumento di contro-bilanciamento in decisioni con potenziali profili di conflitto etero-consiliari tra *majorities* e *minorities* (i.e. operazioni con parti correlate o, in generale, in cui è opportuno temperare l'egemonia che il socio di comando può esercitare sul *management*), ma anche endo-consiliari, attraverso la partecipazione a specifici comitati ristretti, in cui vengono affrontati temi sensibili, quali il controllo interno e il sistema di gestione dei rischi, la retribuzione degli amministratori, le nomine degli amministratori.

L'adeguato svolgimento di queste delicate attribuzioni implica che gli indipendenti siano effettivamente tali. Il compito di accertare la sussistenza del requisito è rimessa, tuttavia, al consiglio di amministrazione, che dovrebbe effettuare le proprie valutazioni con un approccio sostanzialistico e non formale.

Tuttavia, questa delicata operazione può rivelarsi, nei fatti, non priva di difficoltà, traducendosi spesso nell'esame delle dichiarazioni rese dai candidati, che, in assenza di una definizione unitaria di indipendenza, ne richiamano meccanicamente le variegate – sintetiche – accezioni individuate dagli statuti o dai regolamenti consiliari, senza particolari personalizzazioni.

L'obiettivo frammentarietà del quadro di riferimento è confermata anche dall'analisi effettuata nel box.1, riportato in appendice e avente per oggetto l'esame di n. 50 statuti vigenti di società quotate sul FTSE100, l'indice che include gli emittenti a maggiore capitalizzazione; tale frammentarietà discende presumibilmente anche dall'assenza di una tradizione storica in Italia della figura degli indipendenti.

Il nostro, infatti, è un ordinamento "*ispirato all'idea dell'affidamento della gestione sociale agli amministratori nominati dalla maggioranza dei soci riuniti in assemblea, per la realizzazione dell'oggetto sociale*"⁵, in cui soltanto recentemente si è fatta strada "*la consapevolezza [...] che tra gli interessi della grande impresa ci deve essere anche quello di tutelare i risparmiatori, aspetto precedentemente ignorato dalle prime codificazioni. Non deve stupire quindi che la prima apparizione degli amministratori indipendenti nel panorama italiano sia avvenuta solo*

⁴ di Romina Guglielmetti.

⁵ N. SALNITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in Banca, Borsa, Titoli di Credito, I, 2008, 3.

nel 1999 nel codice di autodisciplina delle società quotate⁶, in una fonte, quindi, di soft law destinata alle società che fanno ricorso al mercato: il legislatore del TUF, seppur attento ai temi dei controlli, riformulando la disciplina delle società quotate aveva posto l'attenzione principalmente sul collegio sindacale e sulla società di revisione⁷.

Nei quindici anni ormai decorsi dalla prima pubblicazione del Codice Preda il ruolo degli AI nel governo societario si è evoluto, nelle prassi e in diritto, in modo progressivamente più chiaro. Tuttavia, permane nel nostro ordinamento una definizione non univoca di indipendenza. Per le società non quotate il riferimento è il codice civile, per le società quotate al Codice Civile si aggiungono il D.Lgs. n. 58/98 (il "TUF") e il Codice di autodisciplina (CAD); per le banche quotate e non quotate si aggiunge il D.Lgs. n. 385/93 (il "TUB").

Alle tante definizioni di amministratore indipendente in Italia sono, dunque, dedicati i paragrafi che seguono, in cui vengono sviluppate le varie declinazioni di tale requisito, avendo riguardo alle società non quotate e agli emittenti.

2.1 L'indipendenza nelle società non quotate

L'art. 2387 del codice civile stabilisce genericamente, che - fatto salvo quanto previsto da leggi speciali per l'esercizio di particolari attività - *"lo statuto può subordinare l'assunzione della carica di amministratore al possesso di speciali requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza, anche con riferimento ai requisiti al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati"*⁸.

Se prevista nell'atto costitutivo, l'assenza del requisito di indipendenza costituisce, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2382 c.c., una causa di ineleggibilità e di decadenza, il cui riscontro presuppone, però, che sia chiaramente definito che cosa si intenda per "indipendenza", divenendo altrimenti la sua "assenza" difficilmente verificabile.

Tale declinazione è rimessa all'autonomia statutaria, che in genere però – come anticipato sopra – rinuncia ad approfondire in dettaglio il punto.

Ciò crea non poche difficoltà pratiche, perché - in presenza di un vuoto normativo⁹ e senza una definizione puntuale in statuto - la verifica dell'indipendenza diventa un'operazione disagiata, soprattutto per le società non quotate.

⁶ Si osservi che la legge sulle privatizzazioni del 30 luglio 1994 n. 474 aveva già introdotto l'obbligo per le società privatizzate di destinare almeno un quinto dei seggi in consiglio di amministrazione alle liste di minoranza. Di fatto, si tratta di una forma embrionale di amministratore indipendente.

⁷ R. DRISALDI, *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in *Le Società*, 2014, 7, 790.

⁸ Con l'art. 2387 c.c. *"trova riconoscimento il principio dell'autonomia statutaria, come disposto dall'art. 4, 2° comma, lettera a), l. 366/2001 e assume ruolo centrale l'obiettivo di «garantire un assetto organizzativo idoneo a promuovere l'efficienza e la correttezza della gestione dell'impresa sociale» [...]. Con la norma in commento il legislatore ha inteso mettere a disposizione dell'impresa uno strumento di forte qualificazione e richiamo nei confronti degli investitori esterni, adottabile facoltativamente nel caso in cui la società voglia ricorrere ad essi per il proprio sviluppo"*, F. SOLINAS, *Il nuovo diritto societario*, a cura di BONFANTE, CAGNASSO, MONTALENTI, sub. art. 2387, p. 718.

⁹ *"Ad un primo sguardo è subito palese che il codice di autodisciplina non contiene alcuna previsione relativa al requisito richiesto per la selezione e nomina degli amministratori indipendenti: un tale vuoto normativo deve essere con tutta probabilità essere ricondotto a due motivi: a) l'incertezza di delineare una figura nuova e per il tramite dell'art. 2387 c.c.; b) il varco di discrezionalità riconosciuto agli statuti di dotarsi o meno di tale figura"*, L'amministratore indipendente nel sistema di corporate governance delle S.p.A., a cura di S. MAZZAMUTO e E. MOSCATI, 25 ss..

2.2 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema tradizionale

Per le società che adottano **il sistema tradizionale** e che subordinano l'assunzione della carica alla sussistenza del requisito di indipendenza può soccorrere sul punto, *per relationem*, il richiamo indiretto (mediante l'art. 2382 c.c.) dell'art. 2387 c.c. all'**art. 2399 c.c.**, primo comma, che – con riferimento ai sindaci – stabilisce che non possono essere eletti e, se eletti, decadono dall'ufficio:

- a) l'interdetto, l'inabilitato, il fallito, chi è stato condannato a una pena che comporta l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi (le "Situazioni Interdittive");
- b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società e delle controllate, delle controllanti e delle società soggette a comune controllo (il "Gruppo") (le "Situazioni Impeditive di Natura Parentale");
- c) coloro che siano legati al Gruppo da un rapporto di lavoro o da un rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettano l'indipendenza (le "Situazioni Impeditive di Natura Patrimoniale").

Dalle cause di incompatibilità e di ineleggibilità sopra elencate si deduce che l'indipendenza del consigliere – almeno in linea di principio – non sussiste in presenza dei seguenti rapporti:

1. *personali*, ma nell'accezione "formalistica" del codice civile, che, ad esempio, non include i rapporti di convivenza, né altri rapporti di "familiarità" o di amicizia;
2. *di lavoro subordinato*, che implica una dipendenza gerarchica inconciliabile con l'autonomia che deve caratterizzare l'indipendenza;
3. *di natura professionale*, che include le ipotesi di rapporto continuativo di consulenza o di prestazione d'opera retribuita¹⁰.

Ciascuno di questi rapporti, stante la genericità della formulazione normativa, presenta ampi margini interpretativi, cui conseguono inevitabili dubbi applicativi. Per tale ragione, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha dedicato nelle *Norme di comportamento del collegio sindacale* una previsione specifica per una più puntuale identificazione dell'indipendenza dei sindaci nelle società non quotate¹¹.

¹⁰ Sul punto, *ex multis*, M. RIGOTTI, in P. MAGNANI, *Commentario alla riforma delle società*, a cura di MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *sub art. 2399*, p. 64 ss..

¹¹ "Norme di comportamento del collegio sindacale", testo in vigore dal gennaio 2012, disponibile sul sito internet <http://www.cndcec.it>. Tali norme costituiscono parte integrante del codice deontologico degli iscritti all'Ordine dei Commercialisti e, con riferimento all'indipendenza prevedono, *inter alia*, quanto segue e, prevede, che, in generale, il requisito dell'indipendenza deve soddisfare simultaneamente i due seguenti aspetti:

- il corretto atteggiamento professionale che induce il sindaco a considerare nell'espletamento dell'incarico solo gli elementi rilevanti per l'esercizio della sua funzione, escludendo ogni fattore ad esso estraneo;
- la condizione di non essere associato a situazioni o circostanze dalle quali un terzo informato, obiettivo e ragionevole trarrebbe la conclusione che la capacità del sindaco di svolgere l'incarico in modo obiettivo sia compromessa.

L'indipendenza è un requisito etico-soggettivo in grado di influenzare l'obiettività del sindaco che non deve essere soddisfatto in maniera assoluta. [...]. Prima di accettare l'incarico, il sindaco identifica i rischi per l'indipendenza, valuta la loro significatività e accerta, sulla base di tali elementi, se siano disponibili e applicabili misure di salvaguardia che consentano di eliminare o ridurre a un livello accettabile tali rischi. [...]. È opportuno verificare la sussistenza di una concreta minaccia per l'indipendenza del sindaco caso per caso e sulla base di una modalità di valutazione dei rischi che possano comprometterne l'integrità e l'obiettività. Una minaccia può ritenersi concreta quando non solo sia fondata e non eventuale, ma anche quando si manifesta in modo stabile, non occasionale o

In questo contesto è previsto che:

- le Situazioni Interdittive e le "Situazioni Impeditive di Natura Parentale" sono considerate presunzioni assolute ("*iuris et de jure*") di ineleggibilità e di decadenza;
- i rapporti di lavoro subordinato costituiscono un'ipotesi in cui l'"*indipendenza risulta certamente compromessa*";
- i rapporti di natura professionale devono invece essere indagati caso per caso, sulla base dell'analisi dei rischi per l'indipendenza stessa. A tal fine, i parametri di riferimento individuati sono:
 - a) la "*continuatività*", deducibile dall'esistenza di un rapporto contrattuale di durata fra la

temporaneo. Infatti la natura collegiale dell'organo costituisce di per sé un'adeguata misura di salvaguardia a fronte delle circostanze, isolate o temporanee, che potrebbero compromettere l'indipendenza di un sindaco, ma non del collegio.

La compromissione dell'indipendenza del sindaco può derivare da:

- **Rischi derivanti da interesse personale:** si verificano nelle situazioni in cui il sindaco ha un interesse economico, finanziario o di altro genere nella società o in altre società del gruppo che potrebbe influenzare lo svolgimento della funzione di vigilanza e i risultati della stessa; tale interesse, quindi, deve svilupparsi non in coerenza con i doveri di vigilanza previsti dalla legge;
- **Rischi derivanti da auto-riesame:** si verificano quando il sindaco si trova nella circostanza di svolgere attività di vigilanza rispetto ai risultati di una prestazione resa o di un giudizio espresso da lui stesso o da un altro soggetto della rete alla quale il professionista appartiene;
- **Rischi derivanti da prestazione di attività di patrocinio o assistenza tecnica dinanzi alle commissioni tributarie ovvero di consulente tecnico di parte:** si verificano quando il sindaco assume in una controversia la funzione di patrocinatore ovvero di consulente tecnico di parte a sostegno o contro la posizione della società o di altra società del gruppo;
- **Rischi derivanti da eccessiva familiarità o confidenzialità:** si verificano quando il sindaco risulta eccessivamente influenzabile dall'interesse della società soggetta alla sua vigilanza o di altra società del gruppo;
- **Rischi derivanti da intimidazione:** si verificano quando si rilevano possibili condizionamenti derivanti dalla particolare influenza esercitata nei suoi confronti dalla società o da altra società del gruppo.

Tali rischi, individuati in via esemplificativa, non esauriscono i potenziali rischi per l'indipendenza e possono manifestarsi singolarmente o in concorso tra loro.

Nell'effettuazione della valutazione dei rischi, il sindaco deve tener conto:

- dei rapporti e delle relazioni da lui intrattenuti con la società o con altra società del gruppo;
- dei rapporti e delle relazioni intrattenuti con la società o con altra società del gruppo dagli altri soggetti appartenenti alla propria rete professionale.

Qualora il candidato sindaco appartenga a una struttura qualificabile come "rete", la valutazione dell'indipendenza è condotta anche in considerazione dell'appartenenza a tale rete. La rete va identificata nella struttura finalizzata allo svolgimento dell'attività in comune, alla quale appartiene il professionista, e che persegue chiaramente la condivisione degli utili o dei costi ovvero fa capo a una proprietà, un controllo o una direzione comuni ovvero è caratterizzata da prassi e procedure comuni, dalla stessa strategia, da uno stesso nome, marchio o segno distintivo ovvero dalla condivisione di una parte rilevante delle risorse professionali. L'associazione o società professionale può essere qualificata come rete quando ricorrano i predetti requisiti. Pertanto non rientrano nella definizione di rete i casi in cui sussista la mera ripartizione dei costi e non vi sia cooperazione nello svolgimento dell'attività professionale. In presenza di situazioni che mettono a rischio l'indipendenza, il sindaco deve valutare la significatività delle stesse. Nel valutare la significatività dei rischi devono essere considerati gli elementi di natura sia qualitativa sia quantitativa. Nell'effettuare la valutazione dei rischi per l'indipendenza il sindaco deve esprimere un proprio giudizio, tenendo in considerazione se un terzo ragionevole e informato, dopo aver considerato i fatti e le circostanze specifici a disposizione del sindaco stesso in quel momento, trarrebbe la conclusione con ogni probabilità che i rischi sono stati eliminati o ridotti a un livello accettabile mediante l'applicazione di misure di salvaguardia.

Il sindaco deve adottare, quindi, le misure di salvaguardia adeguate a fronteggiare i rischi per l'indipendenza. Le misure di salvaguardia possono, tra l'altro, includere:

- l'acquisizione di informazioni e la loro documentazione in relazione ai rapporti e alle relazioni rilevanti intrattenute, direttamente e indirettamente, con la società o con altra società del gruppo dal sindaco stesso o da altro professionista appartenente alla medesima rete;
- il periodico monitoraggio di dette situazioni e relazioni;
- la periodica valutazione dell'adeguatezza e dell'efficacia delle misure di salvaguardia eventualmente già adottate;
- l'attività di adeguata comunicazione e discussione delle questioni rilevanti per l'indipendenza con gli altri componenti dell'organo di controllo e con l'organo amministrativo della società;
- la modifica, la limitazione o la cessazione di taluni tipi di relazioni o rapporti con la società o con altre società del gruppo o con la rete.

società e il soggetto incaricato del controllo. In caso di attribuzione non occasionale di incarichi occorre verificare se, per la reiterazione e per la rilevanza degli stessi, il rapporto di consulenza o di prestazione d'opera possa qualificarsi come continuativo e, quindi, essere rilevante nella valutazione del rischio;

- b) *la possibilità di un'interferenza tra attività di consulenza e funzione di controllo* (c.d. auto-riesame);
- c) *il difetto del requisito di indipendenza finanziaria*, rientrante nel più ampio novero dei rischi derivanti da interesse personale, e che può sussistere quando i compensi percepiti dal professionista - o che egli prevede di percepire - da una società o da altre società del gruppo e comprendenti sia quelli individuali che quelli provenienti dalla partecipazione alla rete sono superiori a un determinato livello rispetto al totale dei compensi da lui percepiti e, quando, allo stesso tempo, il compenso percepito - o che si prevede di percepire - per l'attività di sindaco da una società o da altre società del gruppo non è preponderante sul totale dei compensi percepiti dalla società medesima (o da altre società del gruppo). In tal caso il sindaco potrebbe privilegiare il suo interesse per gli altri servizi compromettendo l'obiettività di giudizio¹².

I criteri sopra elencati, pur se non dirimenti in situazioni in cui l'indipendenza è controversa, possono essere comunque utili per orientare il consiglio di amministrazione anche per la valutazione dei requisiti dei consiglieri, a condizione però che la formulazione delle clausole statutarie richiami espressamente l'art. 2399 c.c. quale parametro di riferimento.

2.3 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema dualistico

Il tema dell'assenza di una definizione unitaria di indipendenza è ancora più sensibile per le società che adottano il **sistema dualistico**. L'art. 2409-duodecies c.c., dopo aver stabilito al comma 6 che gli statuti possono subordinare l'assunzione della carica al possesso di particolari requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, precisa, infatti, al successivo comma 10 che, comunque, non possono essere eletti componenti del consiglio di sorveglianza – e se eletti – decadono dalla carica coloro che si trovano in Situazioni Interdittive o in *alcune* Situazioni Impeditive di Natura Patrimoniale, "se ne compromettono l'indipendenza".

L'assenza di indipendenza per i membri del consiglio di sorveglianza è, dunque, una delicata causa di cessazione dall'incarico, che, in quanto tale, dovrebbe essere attentamente indagata, avendo riguardo a una nozione il più possibile precisa del requisito.

Si nota, invece, che l'articolo in esame introduce una diversa (e, quindi, ulteriore) accezione di indipendenza, meno restrittiva di quella desumibile dall'art. 2399 c.c.: nelle Situazioni Impeditive di Natura Patrimoniale non sono inclusi "gli altri rapporti di natura patrimoniale che ne compromettono l'indipendenza"¹³, né vengono richiamate le Situazioni Interdittive di

¹² Le Norme di Comportamento prevedono, mediante tabelle, una serie di parametri di riferimento per verificare la sussistenza del requisito di indipendenza finanziaria.

¹³ L'attuale formulazione della causa di incompatibilità è frutto dell'intervento del D.Lgs. 310/2004. Prima di allora l'articolo in esame richiamava l'art. 2399, primo comma, c.c.: "In virtù dell'intervento del D.Lgs. 310/2004, l'esistenza dei rapporti descritti [N.d.r. nell'art. 2409-duodecies c.c.] è, tuttavia, causa di incompatibilità rispetto alla carica di membro del consiglio di sorveglianza solo qualora il rapporto sia tale da compromettere l'indipendenza del soggetto. Il punto centrale per l'applicazione della norma è, quindi, l'individuazione delle situazioni in cui l'indipendenza risulta minacciata dai rapporti descritti, situazione che pare verificarsi laddove il titolare del rapporto sia in posizione di soggezione rispetto agli amministratori e, più in generale, alla società o alle società del gruppo, in funzione dell'importanza economica che il rapporto riveste per il soggetto stesso", P. MAGNANI, *Commentario alla riforma delle società*, a cura di MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, sub art. 2409-duodecies, p. 124.

Natura Parentale¹⁴. Ciò contribuisce a complicare un quadro civilistico già di per sé indefinito e, per certi versi, incoerente, che può essere chiarito soltanto con interventi statuari intesi a declinare in modo puntuale che cosa si intende esattamente per indipendenza.

Analoghe considerazioni valgono anche per il Testo Unico della Finanza (il "D.Lgs. n. 58/98" o il "TUF"), che risolve il contenuto dell'indipendenza in un rinvio all'analogo requisito richiesto ai membri del collegio sindacale.

2.4 L'indipendenza nelle società che adottano il sistema monistico

L'importanza di una chiara definizione di indipendenza sussiste anche per le società che adottano il sistema monistico.

L'art. **2409-septiesdecies c.c.**, infatti, stabilisce che almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci nel già esaminato art. 2399, primo comma, c.c. e, se lo statuto lo prevede, di quelli previsti al riguardo da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati.

Pur richiamando apparentemente l'accezione di indipendenza già brevemente trattata con riferimento alle società che adottano il sistema tradizionale, in realtà, la norma – se letta congiuntamente con l'art. 2409-octiesdecies c.c. – introduce un interessante elemento di novità.

Infatti, laddove tale articolo precisa che il comitato per il controllo sulla gestione deve essere composto da amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza di cui all'art. 2409-septiesdecies c.c. *"che non siano membri del comitato esecutivo ed ai quali non siano attribuite deleghe o particolari cariche e comunque non svolgano, anche di mero fatto, funzioni attinenti alla gestione di impresa sociale o di società che la controllano o che ne sono controllate"*, ammette implicitamente che possano essere indipendenti anche soggetti che svolgono funzioni esecutive.

In concreto, ciò significa che il consiglio di amministrazione può attribuire incarichi operativi anche ai membri valutati all'atto della nomina come indipendenti, ma questi non potranno sedere nel comitato per il controllo sulla gestione, perché per farne parte è richiesto un ulteriore requisito: il fatto di non rivestire incarichi di natura esecutivi nella società¹⁵.

Posto, dunque, che si avverte nel sistema monistico un maggiore sforzo definitorio, da parte del legislatore, i punti di incertezza rimangono comunque molti e, al pari di quanto già detto con riferimento ai sistemi tradizionale e dualistico, anche in questo caso gli statuti svolgono un ruolo fondamentale per capire che cosa si intenda esattamente per indipendenza.

¹⁴ "Risulta, pertanto, possibile che rivestano la carica di componenti del consiglio di sorveglianza soggetti che hanno legami di parentela o affinità rispetto agli amministratori, conclusione che evidenzia come non sia stata principale preoccupazione del legislatore garantire l'indipendenza di fatto dei membri del consiglio di sorveglianza rispetto ai membri del consiglio di gestione. L'assenza della richiamata causa di incompatibilità descriverebbe, anzi, proprio dal modo in cui nel nostro ordinamento è stato pensato il modello dualistico, che corrisponde all'idea di veder scelto questo modello dalle società a base familiare", P. MAGNANI, *Commentario alla riforma delle società*, a cura di MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *sub art. 2409-duodecies*, p. 125.

¹⁵ "La lettura combinata degli artt. 2399, 2409-septiesdecies, 2409-octiesdecies condurrà alla conclusione che anche il presidente, un amministratore esecutivo, o l'amministratore delegato possono essere definiti «indipendenti», ancorché questi soggetti, in quanto preposti a svolgere mansioni esecutive o funzioni gestorie, non potrebbero essere chiamati a sedere nel comitato per il controllo sulla gestione", F. GHEZZI, *Commentario alla riforma delle società*, a cura di MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI, *sub art. 2409-septiesdecies* e *sub art. 2409-octiesdecies* p. 223 ss..

2.5 L'indipendenza nelle società quotate

Oltre che nelle società non quotate, la definizione di indipendenza è ancor più "magmatica" nelle società che fanno ricorso al capitale di rischio, per le quali si applicano i seguenti articoli del D.Lgs. n. 58/98:

- **147-ter, comma 3**, che prevede che le società che adottano il *sistema tradizionale* devono avere almeno 1 amministratore indipendente se il consiglio è composto sino a 7 membri, almeno 2 se il numero è maggiore, mentre rinvia all'**art. 2409-septedecies** c.c. per le società che abbiano adottato il *sistema monistico*;
- **147-quater**, che prevede, per le società che abbiano adottato il *sistema dualistico*, che debba esserci almeno 1 indipendente se il consiglio di gestione è composto da più di 4 membri.

2.6 L'indipendenza nel D.Lgs. n. 58/98 (il "TUF")

Soffermandoci sul solo sistema tradizionale, che è quello significativamente più diffuso tra le società quotate, rileva l'**art. 147-ter** (richiamato espressamente da n. 4 dei casi esaminati), il quale stabilisce, al quarto comma, che "*almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti, devono possedere i requisiti di **indipendenza**¹⁶ stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria. Il presente comma non si applica al consiglio di amministrazione delle società organizzate secondo il sistema monistico¹⁷, per le quali rimane fermo il disposto dell' articolo 2409-septiesdecies, secondo comma, del codice civile. L'amministratore indipendente che, successivamente alla nomina, perda i requisiti di indipendenza deve darne immediata comunicazione al consiglio di amministrazione e, in ogni caso, decade dalla carica*"¹⁸.

L'**art. 148, comma 3, del TUF** (a cui rinvia l'art. 147-ter e al quale si riferiscono n. 19 dei casi esaminati), ricalcando sostanzialmente l'art. 2399, primo comma, c.c., esclude l'indipendenza, a sua volta, sancendone l'ineleggibilità e la decadenza, in capo a:

"b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo"; e/o

"c) coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero

¹⁶ Ai sensi dell'art. 147-ter, primo comma, del TUF, nelle società quotate, le nomine avvengono sulla base del meccanismo del voto di lista e "le liste indicano quali sono gli amministratori in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti dalla legge e dallo statuto".

¹⁷ L'art. 147-ter, terzo comma, prevede che "*nelle società organizzate secondo il sistema monistico, il componente espresso dalla lista di minoranza deve essere in possesso dei requisiti di onorabilità, professionalità e **indipendenza** determinati ai sensi dell'articolo 148, commi 3 e 4. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica*".

¹⁸ Con riferimento al modello dualistico, l'art. **147-quater del TUF** prevede che "*qualora il consiglio di gestione sia composto da più di quattro membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di **indipendenza** stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3, nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria*". "*Qualora il consiglio di gestione sia costituito da un numero di componenti non inferiore a tre, ad esso si applicano le disposizioni dell'articolo 147-ter, comma 1-ter*".

da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza".

Posto, dunque, che anche per le società quotate l'**indipendenza** viene ricondotta dal Legislatore soltanto ai rapporti di parentela o di natura professionale e patrimoniale, di difficile misurazione laddove non correlati a precisi parametri di riferimento, il **Codice di Autodisciplina delle società quotate**, che si applica soltanto a quelle società che vi abbiano spontaneamente aderito, è intervenuto per fornire dei criteri di riferimento più specifici.

2.7 L'indipendenza nel Codice di Autodisciplina

L'**art. 3 del Codice di Autodisciplina** prevede, infatti, che l'indipendenza sussiste soltanto laddove l'amministratore non intrattenga, né abbia recentemente intrattenuto (neppure indirettamente) con *"l'emittente o con soggetti legati all'emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l'autonomia di giudizio"*.

Le ipotesi sintomatiche di correlazione sono state, così, più puntualmente identificate ed individuate nel caso in cui l'amministratore: i) direttamente o indirettamente, controlla la società o esercita su questa un'influenza notevole; ii) è stato un esponente di rilievo della società o di una società del gruppo nell'ultimo triennio; iii) ha avuto, nell'esercizio precedente, una significativa relazione commerciale, finanziaria o professionale con l'emittente¹⁹, con il suo gruppo o con suoi esponenti di rilievo, oppure con aderenti al patto parasociale attraverso il quale viene controllata la società; iv) è stato lavoratore dipendente della società o abbia da questa ricevuto, nei tre esercizi precedenti, una remunerazione ulteriore rispetto a quella di amministratore non esecutivo; v) è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni; vi) è amministratore esecutivo in altra società della quale altri amministratori esecutivi dell'emittente siano pure consiglieri; vii) è socio o amministratore di una società appartenente al gruppo a cui fa parte la società incaricata della revisione contabile dell'emittente; se, infine, è stretto familiare di una persona che si trovi in una delle situazioni sopra indicate²⁰.

Negli statuti esaminati il richiamo espresso al Codice di Autodisciplina ai fini dell'identificazione dell'indipendenza ricorre tuttavia soltanto 8 volte su 50 (vedi Appendice), mentre in altrettanti casi non è stato rinvenuto alcun richiamo tecnico a definizioni di indipendenza.

2.8 L'indipendenza nella normativa bancaria

Per assumere l'incarico di amministratore in una banca, l'**art. 26** del TUB richiede la sussistenza di specifici requisiti, tra cui, oltre alla professionalità e all'onorabilità, è prevista anche l'indipendenza, il cui difetto è sanzionato con la decadenza, che deve essere dichiarata dal consiglio di amministrazione, dal consiglio di sorveglianza o dal consiglio di gestione entro trenta giorni dalla nomina o dalla conoscenza del difetto sopravvenuto. In caso di inerzia la decadenza è pronunciata dalla Banca d'Italia.

La decadenza opera con le stesse modalità anche nel caso di difetto dei requisiti di indipendenza stabiliti dal codice civile o dagli statuti della banca, ai quali – ancora una volta – è rimesso nella sostanza il compito di definire il contenuto del requisito, perché il regolamento

¹⁹ Per quanto riguarda le relazioni commerciali, finanziarie e professionali, il consiglio dovrebbe avvalersi di parametri di significatività, avendo riguardo anche al fatto che le condizioni economiche a queste relative siano o meno "di mercato".

²⁰ Qualora il consiglio, pur ricorrendo una delle ipotesi indicate nel testo, ritenga comunque sussistente il requisito dell'indipendenza deve darne comunicazione al mercato, previo controllo, da parte del Collegio sindacale, della correttezza delle motivazioni adottate.

del Ministero dell'Economia e delle Finanze che avrebbe dovuto fissarne i termini non è stato ancora emanato.

L'urgenza di determinare in maniera puntuale che cosa si debba intendere per indipendenza è divenuta di recente ancora più urgente con il recepimento delle disposizioni della Direttiva 2013/36/UE ("CRD IV") in materia di governo societario, avvenuto mediante il primo aggiornamento del 6 maggio 2014 alla Circolare n. 285 della Banca d'Italia²¹.

Tale provvedimento prevede, infatti, che *"nell'organo che svolge la funzione di supervisione strategica devono essere nominati soggetti **indipendenti** che vigilino con autonomia di giudizio sulla gestione sociale, contribuendo ad assicurare che essa sia svolta nell'interesse della società e in modo coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione"*²².

Nell'organo con funzione di supervisione strategica, almeno un quarto dei componenti²³ deve possedere i requisiti di indipendenza, oltre che professionalità e autorevolezza tali da assicurare un elevato livello di dialettica interna all'organo di appartenenza e da apportare un contributo di rilievo alla formazione della volontà del medesimo.

In cogenza della norma, ma in assenza di un'unanime indicazione normativa di indipendenza, il legislatore ha precisato in nota alla disposizione di cui sopra, che *"fino all'emanazione della normativa di attuazione dell'art. 26 del TUB, le banche definiscono nei propri statuti un'unica definizione di consiglieri indipendenti, coerente con il ruolo ad essi assegnato, e ne assicurano l'effettiva applicazione. In particolare, nella delibera consiliare con la quale viene valutata l'indipendenza deve, tra l'altro, risultare l'esame di tutti i rapporti creditizi intrattenuti con la banca e riconducibili al consigliere ritenuto indipendente"*.

Gli statuti vengono anche in questo caso investiti del compito, tutt'altro che semplice, di enucleare il contenuto del requisito, di cui un esempio è fornito nell'art. 32 dello statuto tipo delle banche di credito cooperativo²⁴, che prevede l'ineleggibilità e la decadenza, oltre di quanti versano in Situazioni Interdittive, di:

- "b) coloro che non siano in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza determinati ai sensi dell'art. 26 del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385;*
- c) i parenti, coniugi o affini con altri amministratori o dipendenti della Società, fino al secondo grado incluso;*
- d) i dipendenti della Società e coloro che lo sono stati, per i tre anni successivi alla cessazione del rapporto di lavoro;*
- e) coloro che sono legati da un rapporto di lavoro subordinato o di collaborazione, i componenti di organi amministrativi o di controllo di altre banche o di società finanziarie o assicurative operanti nella zona di competenza territoriale della Società.*

²¹ http://www.bancaditalia.it/vigilanza/normativa/norm_bi/circ-reg/disp-vig-banche/Circ_285_I_Aggiornamento.pdf.

²² Il provvedimento in esame enfatizza l'importanza degli indipendenti, precisando che *"nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, la costituzione all'interno dell'organo con funzione di supervisione strategica di comitati specializzati (con compiti istruttori, consultivi, propositivi), composti anche da indipendenti, agevola l'assunzione di decisioni soprattutto con riferimento ai settori di attività più complessi o in cui più elevato è il rischio che si verifichino situazioni di conflitto di interessi"*.

²³ La Circolare n. 285 precisa che *"qualora questo rapporto non sia un numero intero, si approssima all'intero inferiore se il primo decimale è pari o inferiore a 5; diversamente si approssima all'intero superiore"*.

²⁴ <http://www.creditocooperativo.it/template>.

Detta causa di ineleggibilità e decadenza non opera nei confronti dei soggetti che si trovano nelle situazioni sopradescritte in società finanziarie di partecipazione, in società finanziarie di sviluppo regionale, in enti anche di natura societaria della categoria, in società partecipate, anche indirettamente, dalla Società, in consorzi o in cooperative di garanzia;

- f) *coloro che ricoprono, o che hanno ricoperto nei sei mesi precedenti, la carica di consigliere comunale in Comuni il cui numero di abitanti è superiore a 10.000, di consigliere provinciale o regionale, di assessore o di sindaco in Comuni il cui numero di abitanti è superiore a 3.000, di presidente di provincia o di regione, di componente delle relative giunte, o coloro che ricoprono la carica di membro del Parlamento, nazionale o europeo, o del Governo italiano, o della Commissione europea; tali cause di ineleggibilità e decadenza operano con riferimento alle cariche ricoperte in istituzioni il cui ambito territoriale comprenda la zona di competenza della Società;*
- g) *coloro che, nei due esercizi precedenti l'adozione dei relativi provvedimenti, hanno svolto funzioni di amministrazione, direzione o controllo nella Società, qualora essa sia stata sottoposta alle procedure di crisi di cui al Titolo IV, art. 70 ss., del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385. Detta causa di ineleggibilità e decadenza ha efficacia per cinque anni dall'adozione dei relativi provvedimenti.*

La non ricorrenza delle cause di ineleggibilità e decadenza di cui alle lettere c), d) e f) del comma precedente costituisce requisito di indipendenza degli amministratori".

L'opportunità che le banche adottino clausole sul significato di indipendenza il più possibile precise e dettagliate (sulla scorta dell'esempio sopra riportato) è divenuta di grande attualità anche in funzione del fatto che la Circolare n. 285 lo richiede espressamente: *"ai fini delle nomine o della cooptazione dei consiglieri, il consiglio di amministrazione (o di sorveglianza e di gestione): 1. identifica preventivamente la propria composizione quali-quantitativa considerata ottimale in relazione agli obiettivi individuati [...]²⁵, individuando e motivando il profilo teorico (ivi comprese caratteristiche di professionalità e di eventuale **indipendenza**) dei candidati ritenuto opportuno a questi fini; 2. verifica successivamente la rispondenza tra la composizione quali-quantitativa ritenuta ottimale e quella effettiva risultante dal processo di nomina".*

In conclusione, l'analisi svolta ha evidenziato tante definizioni di amministratore indipendente in parte sovrapposte, ma ha anche fatto emergere che sussiste poca chiarezza sul tema. Le definizioni più complete appaiono al momento ricavabili dal CAD e dalla recente normativa bancaria; stante l'attuale normativa potrebbe essere opportuno che ciascuna società giunga,

²⁵ Il riferimento è all'attenzione che deve essere posta, a seconda che si tratti di nomina o di cooptazione, dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione nel processo di identificazione dei consiglieri. Al riguardo, la Circolare n. 285 precisa che *"l'attenzione va posta su **tutti** i componenti, ivi compresi quelli non esecutivi: questi sono compartecipi delle decisioni assunte dall'intero consiglio e chiamati a svolgere un'importante funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli esponenti esecutivi. L'autorevolezza e la professionalità dei consiglieri non esecutivi devono essere adeguate all'efficace esercizio di queste funzioni, determinanti per la sana e prudente gestione della banca. E' quindi fondamentale che anche la compagine dei consiglieri non esecutivi possieda ed esprima adeguata conoscenza del business bancario, delle dinamiche del sistema economico finanziario, della regolamentazione bancaria e finanziaria e, soprattutto, delle metodologie di gestione e controllo dei rischi. Si tratta di conoscenze essenziali per l'efficace svolgimento dei compiti loro richiesti. La presenza di un numero adeguato di componenti non esecutivi con ruoli e compiti ben definiti, che svolgano efficacemente la funzione di contrappeso nei confronti degli esecutivi e del management della banca, favorisce la dialettica interna all'organo di appartenenza, specie quando a un unico organo aziendale sia attribuito l'esercizio di più funzioni (di supervisione strategica e di gestione)".*

all'interno del proprio statuto o nel regolamento consiliare, a una definizione unica di indipendenza, che rifletta le specificità della società, pur nella difficoltà di individuare parametri e processi di valutazione adeguati per la verifica del requisito. Una modifica più radicale potrebbe andare nella direzione di individuare una griglia di criteri quantitativi espliciti e uniformi per tutte le società quotate, quanto meno da sperimentare a livello di Codice di Autodisciplina (CAD)²⁶, prevedendo inoltre un maggior grado di dettaglio e di rigore nell'applicazione del principio *comply or explain*. Il criterio *comply or explain* potrebbe parzialmente risolvere le difficoltà di individuare tali parametri e allo stesso tempo permettere di prendere in considerazione un'area estremamente grigia come quella dei rapporti personali o dei rapporti finanziari o professionali, a prescindere dalla loro rilevanza.

Il tema della definizione dell'indipendenza va affrontato, a nostro parere, congiuntamente con un secondo aspetto e cioè quello della ripartizione delle responsabilità della valutazione tra singolo componente e *board*. Per approfondire entrambi questi aspetti abbiamo, da un lato esaminato il caso nord americano che ha intrapreso la strada di inserire nella normativa (si noti bene non autodisciplina) profili di indipendenza di natura soggettiva (par.3) e, dall'altro lato, approfondito il caso italiano con riferimento alle responsabilità del *board* (par.4).

3. Relazioni personali e requisito di indipendenza. Spunti di riflessione dal caso americano²⁷

Sono in molti a ritenere che le regole in materia di indipendenti che si sono susseguite nel tempo abbiano fallito nell'identificare quei legami professionali e personali che possono pericolosamente "avvicinare" i consiglieri indipendenti agli altri consiglieri ed esponenti aziendali.

Negli anni, il concetto di indipendenza e le definizioni via via proposte hanno portato ad un restringimento delle maglie che definiscono gli intrecci valutabili; l'indipendenza ha fatto il suo ingresso in leggi, lasciando il più agevole territorio dell'autodisciplina. Negli USA è apparsa nel 2001 la "*enhanced independence*" nelle "*listing rules*" per i componenti dell'*audit committee*, ovvero requisiti ulteriori, più stringenti, di indipendenza che i componenti di tale comitato devono soddisfare per poterne far parte²⁸, come se l'indipendenza di giudizio possa avere gradazioni.

La letteratura di *law & economics* ha iniziato, tuttavia, da tempo ad occuparsi di capire e valutare l'impatto dei c.d. "*social ties*", ovvero dei legami personali, su alcuni parametri oggettivi, come ad esempio la remunerazione degli *executives*. Gli accademici avevano da tempo analizzato la teoria dei "simili" (scelta dei propri simili) e delle affinità (omofilia) per spiegare l'attrazione dei "simili" in gruppi di lavoro e successivamente nei consigli di amministrazione in quanto anche essi gruppi di lavoro; la naturale evoluzione della ricerca in questo campo è andata verso l'analisi dell'impatto dei c.d. "*social ties*" rispetto alla valutazione dell'indipendenza dei consiglieri. Certo, questo è un percorso irto di ostacoli: primo tra tutti l'opinione di coloro che sostengono che l'indipendenza è una questione di testa, un'attitudine del singolo, a prescindere da parametri quantitativi o legami professionali e

²⁶ Si veda sul punto BIANCHI (2014) pag. 846 laddove si chiede se "*non sia giunto il momento di [...] cercare di individuare criteri meno opinabili e sindacabili rispetto a quelli oggi comunemente applicabili ai fini della valutazione dell'indipendenza dell'amministratore*" e propone "*di avviare una sperimentazione per alcuni anni, preferibilmente affidata alla verifica nell'ambito dell'autoregolamentazione...basata su alcune prime indicazioni destinate ad applicarsi alle differenti tipologie di problematiche*".

²⁷ di Livia Aliberti Amidani.

²⁸ <http://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>

personali. La prevalenza della sostanza sulla forma imporrebbe dunque che la definizione di indipendenza si fermasse alle soglie “del circolo di golf”. Ma il nodo della relazione tra legami personali e indipendenza inizia, se non altro in articoli accademici, a farsi spazio, nonostante le oggettive difficoltà di definizione e misurazione del fenomeno²⁹. Pensiamo infatti alla valutazione di elementi come l'appartenenza appunto a circoli di *golf*, le vacanze insieme, le amicizia dai banchi di scuola e così via.

Negli Stati Uniti, alcune recenti evoluzioni normative sembrano tuttavia aver intrapreso una strada che consente, indirettamente, di rilevare gli aspetti più soft delle relazioni interpersonali ai fini della valutazione dell'indipendenza.

Molto recentemente, la SEC ha introdotto una ulteriore novità che va attentamente considerata. Nel 2012, essa, implementando la Sezione 952 del Dodd-Frank Act, ha imposto agli *stock exchanges* di inserire tra le *listing rules* previsioni specifiche in materia di composizione del comitato remunerazione³⁰. In particolare, la SEC suggeriva agli *stock exchanges* di considerare ulteriori legami potenzialmente lesivi dell'indipendenza dei componenti il comitato remunerazione: “*For example, the exchanges might conclude that **personal or business relationships between members of the compensation committee and the listed issuer's executive officers should be addressed in the definition of independence***”³¹.

Il NYSE e il NASDAQ hanno entrambi adottato nuove regole per implementare questa previsione. I Regolamenti Emittenti emanati dal NYSE³² affidavano già al consiglio la responsabilità di deliberare in senso affermativo che l'amministratore non avesse “*material relationship*” tali da condizionare la propria indipendenza³³. Il NYSE³⁴ ha apportato alcune

²⁹ J. M. Rose, A. M. Rose, C. Strand Norman, C. R. Mazza (2/2014) Will Disclosure of Friendship Ties between Directors and CEOs Yield Perverse Effects? , The Accounting Review, Vol.89, No.4 July2014 http://aaahq.org/newsroom/Friendship_Between_Directors.pdf

M. McPherson, L. Smith-Lovin, and J. M. Cook, Birds of a Feather: Homophily in Social Networks, Annual Review of Sociology, Vol. 27: 415-444 (Volume publication date August 2001)

B-H., Hwang, S, Kim, (2012) It Pays to have friends http://www.bhwang.com/a_research/z_papers/2_it%20pays%20to%20have%20friends.pdf

³⁰ **Section 952 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010** (Dodd-Frank Act) directs the national securities exchanges to adopt new listing standards applicable to compensation committees and compensation advisers. The Securities and Exchange Commission (SEC) implemented Section 952 of the Dodd-Frank Act by adopting Rule 10C-1 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended, on June 20, 2012. Rule 10C-1 sets forth certain requirements regarding, in part, compensation committee independence, compensation committee authority to retain and be directly responsible for the consultants and advisers it retains, compensation committee analysis of the independence of compensation consultants and advisers, and disclosure of any conflicts of interests concerning compensation consultants. Rule 10C-1 directs the SEC to require the national securities exchanges and associations to adopt listing rules that implement the requirements of Rule 10C-1. On September 25, 2012, each of NYSE and Nasdaq filed proposed listing rules with the SEC (collectively referred to throughout this commentary as the Proposed Standards) to implement the requirements of Rule 10C-1. In general, the Proposed Standards closely track Section 952 and do not contain major changes or heightened requirements to the SEC's Rule 10C-1.

³¹ **In adopting Rule 10C-1 under the Exchange Act**, the SEC states the following policy to be followed by the exchanges regarding independence of compensation committee members (Rel. 34-67220, at p. 24 (June 20, 2012)): “it is important for the exchanges to consider other ties between a listed issuer and a director, in addition to share ownership, that might impair the director's judgment as a member of the compensation committee. For example, the exchanges might conclude that personal or business relationships between members of the compensation committee and the listed issuer's executive officers should be addressed in the definition of independence.”

³² **Independence Tests NYSE** : No director qualifies as “independent” unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company).

http://nysemanual.nyse.com/lcm/Help/mapContent.asp?sec=lcm-sections&title=sx-ruling-nyse-policymanual_303A.02&id=chp_1_4_3_3

³³ Il tema della responsabilità collettiva del Consiglio per il caso italiano è approfondito nel prossimo paragrafo.

³⁴ <http://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2013/34-68639.pdf>

303A.02 Independence Tests

In order to tighten the definition of “independent director” for purposes of these standards:

modifiche, ma non si è spinto fino dove la SEC suggeriva; nel commento alla nuova norma, il NYSE si sofferma sulla difficoltà di definire fattori e circostanze, invitando i consigli a considerare in senso ampio “tutti i fatti e le circostanze rilevanti”, come ad esempio relazioni di tipo professionale, di business, “charitable and familial”.³⁵ È stata dunque affidata alla responsabilità del consiglio la valutazione di un ampio e indefinito spettro di fattori non solamente oggettivi e misurabili ma potenzialmente rilevanti.

Alcuni commentatori dell’approccio scelto dal NYSE si sono espressi in senso critico, invocando un ulteriore chiarimento dei “fattori rilevanti”, in quanto la Rule 10 C della SEC richiedeva agli *stock exchanges* di “consider all relevant factors not limited to the Fees and Affiliation Factors” per includere le “Personal or Business Relationships Between Directors and Officers”. Tuttavia, il NYSE ha ritenuto che gli attuali standard definiti dal c.d. “bright-line” test, contenuti nella Section 303A.02(b) del Manuale, fossero sufficientemente ampi da comprendere ogni tipo di relazione potenzialmente rilevante ai fini della valutazione dell’indipendenza dei componenti il comitato remunerazione e inoltre che la Section 303A.02(a) già impone al consiglio la valutazione di ogni altra relazione, che non sia ricompresa in quelle della “bright-line” e che sia potenzialmente rilevante³⁶.

(a)(i) No director qualifies as “independent” unless the board of directors affirmatively determines that the director has no material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company).

(ii) In addition, in affirmatively determining the independence of any director who will serve on the compensation committee of the listed company’s board of directors, the board of directors must consider all factors specifically relevant to determining whether a director has a relationship to the listed company which is material to that director’s ability to be independent from management in connection with the duties of a compensation committee member, including, but not limited to:

(A) the source of compensation of such director, including any consulting, advisory or other compensatory fee paid by the listed company to such director; and

(B) whether such director is affiliated with the listed company, a subsidiary of the listed company or an affiliate of a subsidiary of the listed company.

³⁵ *Commentary*: It is not possible to anticipate, or explicitly to provide for, all circumstances that might signal potential conflicts of interest, or that might bear on the materiality of a director’s relationship to a listed company (references to “listed company” would include any parent or subsidiary in a consolidated group with the listed company). Accordingly, it is best that boards making “independence” determinations broadly consider all relevant facts and circumstances. In particular, when assessing the materiality of a director’s relationship with the listed company, the board should consider the issue not merely from the standpoint of the director, but also from that of persons or organizations with which the director has an affiliation. Material relationships can include commercial, industrial, banking, consulting, legal, accounting, charitable and familial relationships, among others.

When considering the sources of a director’s compensation in determining his independence for purposes of compensation committee service, the board should consider whether the director receives compensation from any person or entity that would impair his ability to make independent judgments about the listed company’s executive compensation. Similarly, when considering any affiliate relationship a director has with the company, a subsidiary of the company, or an affiliate of a subsidiary of the company, in determining his independence for purposes of compensation committee service, the board should consider whether the affiliate relationship places the director under the direct or indirect control of the listed company or its senior management, or creates a direct relationship between the director and members of senior management, in each case of a nature that would ipair his ability to make independent judgments about the listed company’s executive compensation.

³⁶ http://nysemanual.nyse.com/lcm/Help/mapContent.asp?sec=lcm-sections&title=sx-ruling-nyse-policymanual_303A.02&id=chp_1_4_3_3

<http://www.cooley.com/final-NYSE-rules-for-compensation-committees-and-compensation-consultants-legal-counsel-and-other-advisers>

- Under the past NYSE listing standards, in addition to several enumerated bright-line tests, no director qualified as “independent” unless the board of directors made an affirmative general determination that the director has no material relationship with the listed company (directly or indirectly as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company). This broad determination required the board to consider all of the facts and circumstances. The new NYSE listing standards build on this subjective general determination. Under the new listing standards, in making the required affirmative determination of the independence of any director who will serve on the compensation committee, the board “must consider all factors specifically relevant to determining whether a director has a relationship to the listed company which is material to that director’s ability to be

Un passo in avanti nella considerazione di elementi più soft è stato dunque fatto. Lo spinoso tema della valutazione degli elementi “potenzialmente rilevanti”, tra i quali i non esplicitati elementi soggettivi come i rapporti personali, è stato risolto mettendo in capo al consiglio la responsabilità della valutazione positiva della assenza di ogni altra relazione materiale: *“the board must consider all factors specifically relevant to determining whether a director has a relationship to the listed company which is material to that director’s ability to be independent from management in connection with the duties of a compensation committee member”*.

Le nuove norme hanno conseguenze importanti. Per la legge del Delaware, gli amministratori che risultassero non avere la necessaria indipendenza potrebbero perdere la protezione della c.d. “Business Judgment Rule”; l’onere della prova in merito alla ragionevolezza della *compensation* si sposterebbe a loro carico e sarebbero potenzialmente responsabili per pagamenti eccessivi o non validi.

Una breccia è stata aperta, ma c’è ancora strada da fare. Basti pensare che le società americane hanno a disposizione ben tre cappelli per definire l’indipendenza³⁷; oltre alle linee

independent from management in connection with the duties of a compensation committee member,” (emphasis added)...

- Several commenters contended that the new standards should be more explicit in requiring the board to consider, as part of its director independence determination, personal or business relationships with management. However, the NYSE did not believe that further clarification was necessary given the explicit statement in the commentary that “the concern is independence from management. The SEC believes that the “flexibility provided in NYSE’s new compensation committee independence standards provides companies with guidance, while allowing them to identify those relationships that might raise questions of independence for service on the compensation committee

³⁷Si veda ad esempio questa società quotata al NYSE:

http://www.franklinresources.com/corp/pages/generic_content/corporate_governance/independence_standards.jsf

The Board of Directors (the “Board”) of Franklin Resources, Inc. (“Franklin”, and together with its consolidated subsidiaries, the “Company”) has adopted guidelines for determining whether a director is independent for the purpose of serving on the Board. Additionally, the Board has adopted guidelines for determining whether a director is independent for purposes of serving on the Audit Committee and/or Compensation Committee of the Board. The Board will monitor and review as necessary, but at least once annually, commercial, charitable, family and other relationships that directors have with the Company to determine whether Franklin’s directors are independent.

For a director to be considered independent, the Board must determine affirmatively that the director does not have a material relationship with the Company either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the Company. Such determination will be made and disclosed pursuant to applicable New York Stock Exchange or other applicable rules. A material relationship can include, but is not limited to, commercial, industrial, banking, consulting, legal, accounting, charitable and family relationships.

C. For all relationships not specifically and clearly addressed by the guidelines above, the determination of whether or not a director has a material relationship, and therefore whether or not the director qualifies as independent or not, shall be made by the Board based on the totality of circumstances.

II. Audit Committee - Additional Guidelines

In addition to qualifying as independent under the guidelines in Section I above, in order to be considered independent for purposes of service on the Audit Committee of the Board, the director may not, other than in his or her capacity as a member of the Audit Committee, the Board or any other Board committee:

1. accept directly or indirectly any consulting, advisory or other compensatory fee from the Company, provided that, unless the rules of the New York Stock Exchange provide otherwise, compensatory fees do not include the receipt of fixed amounts of compensation under a retirement plan (including deferred compensation) for prior service with the Company (provided that such compensation is not contingent in any way on continued service); or

2. be an affiliated person of the Company.

The foregoing shall be determined consistent with Rule 10A-3 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended.

III. Compensation Committee - Additional Guidelines

In addition to qualifying as independent under the guidelines in Section I above, in affirmatively determining the independence of any director who will serve on the Compensation Committee of the Board, the Board must consider all factors specifically relevant to determining whether the director has a relationship to the Company which is material to that director’s ability to be independent from management in connection with the duties of a Compensation Committee member, including, but not limited to:

1. the source of compensation of such director, including any consulting, advisory or other compensatory fee paid by the Company to such director; and

2. whether such director is affiliated with Franklin, a consolidated subsidiary of Franklin or an affiliate of such subsidiary.

guida generali vi sono standard addizionali sia per l'*audit committee* che per il *remuneration committee*.

Alcune società hanno già tiepidamente affrontato ed esplicitato le relazioni personali tra amministratori nelle loro linee guida relative all'indipendenza: "*There are many different types of relationships between directors and the Company that may be material and preclude a finding of independence, including employment, advisory, business, financial, charitable, family and **personal** relationships.*"³⁸

In conclusione, esaminando la recente regolamentazione SEC, ripresa poi da NYSE e Nasdaq, si nota che i legami personali hanno comunque iniziato a trovare considerazione. La regolamentazione peraltro disciplina non solo la composizione del comitato remunerazione ma anche l'utilizzo di consulenti. I comitati remunerazione non sono obbligati a selezionare consulenti "indipendenti", ma sono ora obbligati a rendere nota al mercato la valutazione di indipendenza dei consulenti scelti, sulla base di sei fattori specifici³⁹. Tra questi, uno è proprio

In making such independence determination, the Board should consider:

1. whether the director receives compensation from any person or entity that would impair the director's ability to make independent judgments about the Company's executive compensation; and
2. whether the affiliate relationship places the director under the direct or indirect control of the Company or its senior management, or creates a direct relationship between the director and members of senior management, in each case of a nature that would impair the director's ability to make independent judgments about the Company's executive compensation.

³⁸ **Si veda ad esempio Colgate:**

<http://www.colgate.com/app/Colgate/US/Corp/Governance/BoardofDirectors/DirectorIndependenceStandards.cvsp>

Director Independence Standards

December 9, 2010

Independence promotes integrity, accountability and effective oversight. It is Colgate's policy to have a Board of Directors comprised of a substantial majority of independent directors.

The Board of Directors defines an independent director as a director who has no direct or indirect material relationship with Colgate or any of its officers, other than as a director or shareholder of Colgate. Stated simply, an independent director must be free of any relationship with Colgate or its senior management that may in fact or appearance impair the director's ability to make independent judgments or compromise the director's objectivity and loyalty to shareholders.

There are many different types of relationships between directors and the Company that may be material and preclude a finding of independence, including employment, advisory, business, financial, charitable, family and personal relationships. When examining these relationships, it is important to consider a director's ties to the Company's senior management and its other directors, which also may affect a director's actual or perceived independence.

The Board shall review and make an affirmative determination regarding each director's independence at least once each year and more frequently as necessary due to changes in circumstance that may affect an individual director's independence. In making its determinations regarding independence, the Board shall consider all relevant facts and circumstances and shall apply the following guidelines:

Independent directors should not have any other relationship with Colgate or its senior management or with another director that may impair the director's ability to make independent judgments. If, during the last five years, a director or an immediate family member of the director had a relationship with Colgate, an officer of Colgate or another director that does not fit within the relationships described above, the Board has determined that the existence of such relationship does not in fact or appearance impair the director's ability to make independent judgments or compromise the director's objectivity and loyalty to shareholders. Such relationships could include voting arrangements and personal, economic or professional ties between a director and an officer of Colgate or another Colgate director. Directors shall notify the Nominating and Corporate Governance Committee of any such arrangements or ties they have with officers of Colgate or other directors.

³⁹**Compensation adviser independence assessment**

Although compensation committees are not required to select compensation consultants, legal counsel or other advisers that are "independent," the NYSE's new listing standard provides that they must, in making their selections, take into account the following six factors (which are identical to those enumerated in SEC rules), which bear upon independence:

- o the provision of other services to the listed company by the adviser's employer;
- o the amount of fees received from the listed company by the adviser's employer, as a percentage of the total revenue of the employer;
- o the policies and procedures of the adviser's employer that are designed to prevent conflicts of interest;
- o any business or personal relationship of the adviser with a member of the compensation committee;

l'assenza di "any business or personal relationship of the adviser with a member of the compensation committee".

In conclusione se negli USA il cammino verso una definizione più completa dell'insieme dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza degli amministratori non è certamente terminato, è pur vero che in Italia il dibattito sui legami personali non si è ancora aperto. Allo stesso tempo però, come abbiamo detto alla fine del paragrafo precedente, il prendere in considerazione l'area grigia dei rapporti personali potrebbe più efficacemente essere compito dell'intero *board* nell'ambito delle proprie responsabilità sulla valutazione dell'indipendenza. Più in generale, tuttavia, sulle responsabilità del *board* nella valutazione del requisito di indipendenza dei suoi membri non vi ancora, a nostro parere, la necessaria attenzione. A questo tema è dedicato il prossimo paragrafo.

4. Le responsabilità del Board nella valutazione del requisito di indipendenza dei suoi membri ⁴⁰

L'attestazione del requisito di indipendenza è un aspetto di grande rilevanza che coinvolge non solo il singolo consigliere interessato ma anche l'intero consiglio.

L'art. 2 del D.P.R. 28/12/2000 n. 445 (*Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di documentazione amministrativa*) prevede che nei rapporti tra i privati che vi consentano, ci si possa avvalere delle dichiarazioni sostitutive di cui agli artt. 46 e 47 dello stesso D.P.R. Pertanto, il consigliere, se la società vi consente, può autocertificare a mezzo di dichiarazione sostitutiva i propri requisiti incluso quello dell'indipendenza.

Le dichiarazioni sostitutive sono considerate come fatte a pubblico ufficiale (art. 76 del D.P.R.) e, di conseguenza, l'autocertificazione non rispondente al vero costituisce condotta penalmente rilevante ai sensi dell'articolo 495 del Codice Penale (*Falsa attestazione o dichiarazione a un pubblico ufficiale sulla identità o su qualità personali proprie o di altri*).

Detta responsabilità incombe sul dichiarante ma non costituisce scriminante rispetto alla responsabilità del *board*. Lo confermano, tra l'altro, con disarmante chiarezza, le Disposizioni di Vigilanza per gli Intermediari Finanziari (2014, testo in consultazione) nelle quali è espressamente previsto che "Gli intermediari che intendano consentire ai propri esponenti di avvalersi della possibilità di ricorrere alle dichiarazioni sostitutive **dovranno porsi in condizione di poter effettuare controlli sulle dichiarazioni ricevute**" (Titolo II, capitolo 2, allegato B, pagina 10, ultimo cpv).

Non vi è dubbio sul fatto che la verifica del requisito di indipendenza dei singoli consiglieri sia di competenza del consiglio di amministrazione (di sorveglianza/gestione nel sistema dualistico). Infatti, lo è in base:

- **al Codice Civile** rientrando tra i doveri imposti agli amministratori dall'art. 2392 c.c. (*Responsabilità verso la società*) adempiere ai doveri loro imposti dalla legge e dallo statuto, con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico (non potrebbe certamente definirsi "diligente" una verifica che consistesse nella mera presa d'atto dei requisiti autocertificati, per quanto sotto sanzione penale, dal consigliere);

o any stock of the listed company owned by the adviser; and
o any business or personal relationship of the adviser or the adviser's employer with an executive officer of the listed company.

⁴⁰ di Rosa Cervellione.

- **al T.U.B.** (art. 26, art. 62, art. 109). Spetta al CdA, infatti, dichiarare il difetto del requisito di indipendenza e questa dichiarazione presuppone la verifica della sua esistenza e della sua permanenza nel tempo;
- **al T.U.F.** (art. 13 che ricalca la disposizione di cui all'art. 26 del TUB);
- **al Regolamento Emittenti** (art. 144-*novies* comma 1-*bis*) secondo il quale le società quotate devono informare il pubblico degli esiti delle valutazioni svolte in merito al possesso del requisito di indipendenza in capo ai componenti dell'organo di amministrazione, sulla base delle informazioni fornite dagli interessati o, comunque, a loro disposizione;
- **alle Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia per gli Intermediari Finanziari**, che disciplinano dettagliatamente la procedura di verifica dei requisiti degli esponenti aziendali il cui svolgimento è affidato all'"organo amministrativo" (Titolo II Capitolo 2);
- **al Codice di Autodisciplina di Borsa italiana** che prevede anch'esso in capo al CdA il compito di valutare la ricorrenza e la permanenza del requisito di indipendenza dei consiglieri che tali si sono qualificati (3.C.4.) e, al riguardo delle modalità, è contenuta nel commento al paragrafo una interessante annotazione. Viene, infatti, precisato che la qualificazione di indipendenza attiene alla verifica di una situazione di fatto che deriva da circostanze oggettive e che il CdA può adottare criteri di valutazione diversi da quelli esposti nei criteri applicativi illustrati nel paragrafo 3. In particolare, si legge nel commento, che la valutazione deve essere fatta in base *"alle informazioni fornite dai singoli interessati o comunque a disposizione dell'emittente, non essendo richiesta a quest'ultimo un'apposita attività di indagine volta a individuare eventuali relazioni rilevanti"*. Tanto è vero che, prosegue il commento, *"Quando il consiglio ritenga sussistere, in concreto, il requisito dell'indipendenza pur in presenza di situazioni astrattamente riconducibili ad ipotesi considerate di non indipendenza – ad esempio, definendo un rapporto commerciale come non significativo in relazione al suo valore economico – sarà sufficiente comunicare al mercato l'esito della valutazione, fermo restando il controllo dei sindaci sulla adeguatezza della relativa motivazione"*. Il codice di autodisciplina, quindi, da un lato sembra precorrere quanto successivamente introdotto dal D.Lgs. 231/07 (normativa anticiclaggio) in tema di *know your customer* e, dall'altro, applica il noto principio *comply or explain*;
- Infine, riguardo alla qualità della verifica, le **Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia** sono molto chiare e altrettanto severe. È infatti previsto che l'organo amministrativo – *"chiamato ad assicurare il rispetto sostanziale della normativa vigente"* – non possa accettare dichiarazioni sostitutive che non sia in grado di verificare e prosegue prevedendo che tali verifiche devono essere *"congrue"*.

Ciò nonostante, esiste una vasta area di *malpractice* che considera "verifica" il mero recepimento delle dichiarazioni dell'interessato (a prescindere che vengano fornite nella forma di dichiarazione sostitutiva) senza l'acquisizione di alcuna documentazione o svolgimento di altra attività. La verifica, invece, per essere effettiva, dovrebbe muovere dalle dichiarazioni dell'interessato e proseguire con l'acquisizione della documentazione attestante le qualità personali e professionali dichiarate, a prescindere dalla loro notorietà. A tal fine, stante l'attuale normativa, ciascun Consiglio di Amministrazione dovrebbe condividere ed approvare

ex ante le diverse fasi del processo di verifica e dovrebbe definire una griglia di criteri quantitativi finalizzata alla raccolta e valutazione delle informazioni.

Uno strumento ulteriore di verifica può essere mutuato dalla normativa antiriciclaggio (D.Lgs. 231/07). Come noto ai destinatari di quelle disposizioni è richiesto di *know your customer* in ogni fase del rapporto. Alcuni degli strumenti di conoscenza del cliente ivi previsti (in particolare l'adeguata verifica) potrebbero essere in parte utilizzati per *know your independent director*. L'adeguata verifica del requisito di indipendenza del consigliere potrebbe, pertanto, essere condotta attraverso l'intervista finalizzata ad approfondire il tenore delle informazioni fornite dallo stesso e la loro congruità con la documentazione e le dichiarazioni rilasciate. Periodicamente, con cadenza almeno annuale, deve essere verificata la permanenza delle condizioni di indipendenza. Infatti, nella relazione annuale sul governo societario che le società quotate sono chiamate a redigere ai sensi dell'art. 123-*bis* TUF, un capitolo deve essere dedicato, in particolare, ai consiglieri indipendenti.

Le società quotate e gli intermediari finanziari anche non quotati sono soggetti ad obblighi di comunicazione nei confronti del mercato e nei confronti delle autorità di vigilanza e controllo (RE art. 144-*novies*, Codice di Autodisciplina paragrafo 3.C.4., TUB art. 51 e art. 108, TUF in vari articoli tra i quali, 8, 74, 76, 82, 115). A tali obblighi corrisponde il potere delle predette autorità pubbliche di pretendere una serie di comunicazioni che permettano la vigilanza sui mercati (bancario e finanziario) con la finalità di proteggere l'interesse collettivo, avente rilevanza costituzionale, alla cui tutela è preposta la stessa attività di vigilanza.

Va da sé che l'efficace svolgimento di tale attività presuppone la disponibilità di informazioni veritiere.

È, pertanto, di fondamentale importanza che la violazione di tale obbligo da parte dei soggetti vigilati trovi adeguata sanzione nell'ordinamento.

La comunicazione⁴¹ del requisito di indipendenza dei consiglieri ha ad oggetto sia le dichiarazioni degli interessati, sia le verifiche condotte dall'organo amministrativo sul requisito di indipendenza, sia eventuali discostamenti dai criteri di valutazione di riferimento. Essa, secondo quanto si desume dalla lettura delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., all'art. IA 2.6.7, è considerata *price sensitive*.

Le conseguenze della falsa attestazione del requisito, pertanto, sono differenti a seconda del destinatario della comunicazione, fatta salva, in ogni caso, la responsabilità derivante agli amministratori per essere venuti meno agli obblighi loro imposti dall'art. 2392 del codice civile⁴².

La comunicazione è diretta al mercato quando si rivolge ad una quantità indeterminata di persone. Considerato che la comunicazione al mercato della nomina (e delle dimissioni) dei componenti gli organi amministrativi, come detto, è *price sensitive* e che il testo del comunicato contiene, obbligatoriamente, indicazioni circa il "*ruolo e le caratteristiche del soggetto in termini di indipendenza*", non vi è dubbio che la falsa attestazione da parte del CdA di tale requisito integri la condotta prevista e punita dall'art. 2621 c.c.⁴³ (per gli stessi

⁴¹ In questa sede è stata presa in esame solo la falsa comunicazione tralasciando la mancata comunicazione.

⁴² Secondo l'art. 2362 c.c. gli amministratori devono agire informati e con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico.

⁴³ Sono rintracciabili in giurisprudenza, tuttavia, delle pronunce che attribuiscono la valenza di "comunicazioni sociali" anche a comunicazioni dirette a organismi di vigilanza. In particolare, Cassazione sez. V pen., 8 novembre 1989 -15 gennaio 1990, Pres. Lumia, Rel. Letti (F.) reperibile in *Cass. pen.*, 1991, p. 1627 e ss. che stabilisce "*che integrino il*

motivi, non è da escludere nemmeno la possibilità che, in presenza degli elementi costitutivi del reato, si possa configurare l'ipotesi di agiotaggio - art. 2637 c.c.).

La "falsa" comunicazione al mercato potrebbe anche essere intesa come una manipolazione del mercato ai sensi dell'art. 185 del TUF con quel che ne consegue rispetto all'applicazione delle sanzioni ivi previste.

Le comunicazioni dirette agli organi di vigilanza e di controllo sono tutelate dai rispettivi testi unici (art. 144 TUB, art. 185 e segg. TUF) per cui la falsa attestazione del requisito di indipendenza del consigliere, comunicata ai predetti organi, espone i membri del CdA alle sanzioni previste dalla normativa di settore.

Tuttavia, l'attendibilità di tali comunicazioni trova una ulteriore tutela nell'art. 2638 c.c. che sanziona penalmente l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Già nell'art. 11 della legge delega alla riforma del diritto penale societario (L. 366/2001) si dava indicazione al legislatore delegato di "armonizzare e coordinare le ipotesi sanzionatorie riguardanti falsità nelle comunicazioni ad autorità pubbliche di vigilanza, ostacolo allo svolgimento delle relative funzionianche mediante la formulazione di fattispecie a carattere generale". E cosa può esserci di più generale dell'introduzione nel codice civile di un'unica fattispecie tra i reati societari? Infatti, successivamente alla riforma, sono stati abrogati gli articoli 134 del TUB e 171 e 174 del TUF che, ciascuno nella propria sfera di operatività, sanzionavano fattispecie simili.

L'art. 2638 c.c. non ha solo la funzione di tutelare l'attendibilità dei dati strettamente patrimoniali della società, ma anche quella di reprimere le condotte potenzialmente idonee a impedire la corretta valutazione pregiudiziale dei soggetti vigilati che consente all'organo di vigilanza di esercitare le funzioni che gli sono proprie.

Il concetto di sana e prudente gestione dei soggetti vigilati include, infatti, l'osservazione di una serie di aspetti che, oltre ai profili patrimoniali, investono anche – e non si tratta di un aspetto secondario – i profili organizzativi, a partire dalla composizione degli organi amministrativi i cui membri sono individuati dalla norma quali soggetti agenti rispetto alla condotta in essa descritta (amministratori, direttori generali, etc).

Circa la distribuzione della responsabilità tra i membri dei vari organi, la giurisprudenza ha chiarito che, pur essendo sempre possibile graduare la responsabilità dei singoli in ragione del ruolo concretamente svolto, la responsabilità grava sull'intero organo amministrativo non potendo essere invocato da nessun consigliere, anche non esecutivo, il proprio stato di ignoranza a meno che non venga offerta la prova di avere subito un inganno⁴⁴.

Una riflessione merita certamente il tema dei rapporti tra i reati di false comunicazioni sociali e di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza e tra essi e le sanzioni amministrative.

La prima considerazione è che le false comunicazioni sociali (art. 2621 c.c.) che siano oggetto anche di (falsa) comunicazione all'autorità di vigilanza (art. 2638 c.c.) espongono gli autori a entrambe le sanzioni penali previste dal codice civile.

delitto de quo [ndr false comunicazioni sociali] anche le dichiarazioni e gli attestati non veritieri inerenti alla situazione patrimoniale e finanziaria di una società assicuratrice, diretti al Ministero dell'industria nella sua veste di organo di vigilanza".

⁴⁴ Tribunale di Roma, sez. V pen., 2/11/04 n. 23093; Tribunale di Cosenza 15/11/04; Corte Appello Catanzaro 14/01-04/04/08 n. 73

Rispetto alle sanzioni amministrative, invece, la scriminante sembra essere costituita dall'elemento soggettivo, dato che la tutela penale di cui agli articoli 2621 e 2638 c.c. esclude la punibilità a titolo di colpa o dolo eventuale ed è applicabile solo alle ipotesi nelle quali l'*animus* del soggetto agente sia di natura schiettamente dolosa.

I reati societari, inoltre, sono presupposto della responsabilità amministrativa della società ai sensi dell'art. 25 ter del D.Lgs. 231/2001.

In conclusione, definire, in concreto, quale debba essere il grado di approfondimento necessario a far ritenere "congrua" l'attività di verifica del requisito di indipendenza, così da non incorrere in alcuna responsabilità nel caso in cui esso dovesse non sussistere, non è facile. Il consiglio è stretto tra la necessità di "*assicurare il rispetto sostanziale della normativa vigente*" e le gravi sanzioni cui è esposto nel caso in cui quel requisito dovesse risultare inesistente. Non dispone, inoltre, di strumenti di indagine che gli permettano di effettuare accertamenti invasivi della privacy e, pertanto, per acquisire le informazioni in base alle quali svolgere la verifica, non può fare a meno della collaborazione dell'interessato. Il poter contare su un regolamento del processo di verifica approvato dal *board* dovrebbe assicurare che costui sia disponibile a fornire non solo le informazioni funzionali all'accertamento della sua effettiva indipendenza, che gli vengano richieste, ma anche a mettere a disposizione del consiglio ogni tipo di documentazione che, con la stessa finalità, sia ritenuta necessaria. Possono quindi essere richieste e devono essere fornite anche informazioni - e la relativa documentazione - attinenti alla natura prevalente della sua attività, alla redditività della stessa, alla composizione della propria clientela (quando, in particolare, si tratta di professionisti). Le informazioni e la documentazione così acquisite e quelle che il consiglio decida di acquisire in altro modo (ad esempio definendo, anche attraverso le associazioni di categoria, accordi con amministrazioni competenti al rilascio di certificazioni) devono poi essere esaminate e valutate con la diligenza necessaria, disponendo ulteriori approfondimenti nei casi in cui dall'analisi dei dati raccolti emergessero elementi di incertezza o il consigliere sottoposto alla verifica si mostrasse scarsamente collaborativo o, addirittura, reticente. In definitiva, il consiglio, ancora una volta, anche in questa delicata attività, trova protezione nel suo generale dovere di "*agire informato e con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico*" e nella capacità di esprimere, nella sua collegialità, competenze adeguate allo svolgimento di ciascuno dei compiti cui è chiamato.

5. Amministratori indipendenti, *governance* e *performance*: una rassegna della recente letteratura empirica⁴⁵

I consigli di amministrazione hanno almeno quattro importanti funzioni: monitorare e controllare i *manager*, fornire informazioni e consigli ai *manager*, controllare il rispetto delle leggi e dei regolamenti applicabili e gestire le relazioni fra la società e l'ambiente esterno (Mallin, 2004; Monks e Minow, 2003).

La *board diligence* diventa pertanto un elemento importante per l'espletamento e l'assolvimento dei compiti attribuiti agli amministratori. Secondo Kent e Stewart (2008), Vafeas (1999) e Yatim et al. (2006) i *board* che si riuniscono con maggior frequenza sono più propensi a svolgere i loro compiti con diligenza e con efficacia, rafforzando in tal modo anche il loro livello di controllo sulla società e sul *management*. In questo contesto, la recente crisi finanziaria internazionale ha anche riaperto il dibattito sull'effettivo ruolo degli AI nell'ambito di

⁴⁵ di Maria Luisa Di Battista e Andrea Lippi.

un complessivo ripensamento delle problematiche di *corporate governance*. In particolare, da un lato, regole societarie e autoregolamentazione propongono un ruolo e un peso crescente degli AI che pertanto sono una presenza sempre più diffusa nelle società quotate; dall'altro, la letteratura si è arricchita di contributi anche empirici volti a misurare gli effetti della presenza degli AI sulle performance dei consigli e della società.

Ma quali sono gli effetti sulla performance del *board* e per tale via sulla *performance* della società di una maggiore presenza di AI nei *board* medesimi?

Di seguito presentiamo dapprima una breve rassegna della letteratura che si è occupata di AI negli anni precedenti alla crisi e successivamente, con un maggior grado di dettaglio, esaminiamo i contributi apparsi in letteratura dal 2008 ad oggi, contributi che seppur non sempre utilizzano dati relativi al periodo post crisi, certamente tengono conto dell'evoluzione del dibattito in materia.

Come ampiamente noto, a partire dal contributo di Fama e Jensen (1983) gli *outside directors* (inizialmente in letteratura si è distinto tra *outside* e *inside directors*) si affermano nelle *public corporations* in funzione di "controllo" degli amministratori esecutivi (*agents*) nell'interesse degli azionisti (*principals*); adottando il paradigma conoscitivo degli *agency costs*, la figura dell'amministratore indipendente riduce i "costi di agenzia" soprattutto nello "*widely held shareholder*" *system* che caratterizzava i sistemi anglosassoni. In definitiva, gli autori sostengono che gli amministratori esterni sono in una posizione migliore per svolgere una funzione di monitoraggio e mitigare i conflitti di agenzia tra il management e gli azionisti; in tal modo essi accrescono la loro reputazione come esperti nel sistema dei controlli⁴⁶.

Altri studi, fra i quali quello di Weisbach (1988), sostengono che gli amministratori esterni sono incentivati a segnalare la loro reputazione e le loro competenze al mercato. L'autore, analizzando 495 società quotate sul New York Stock Exchange nel periodo tra il 1977 ed il 1980, ha verificato l'ipotesi secondo la quale gli amministratori interni ed esterni si comportano diversamente nelle loro decisioni di rimuovere il *top management*. I risultati suggeriscono che i CdA con maggioranza di amministratori esterni hanno più probabilità di rimuovere il CEO sulla base di performance deludenti relativamente agli utili conseguiti o ai rendimenti azionari. Inoltre, il *board* è incaricato di valutare il top management della società e la sua eventuale sostituzione qualora non riesca a svolgere bene le proprie funzioni. Questo compito rischia di ricadere soprattutto sugli amministratori esterni, più difficilmente sugli interni in quanto la loro carriera è legata a quella del CEO.

Zhara e Pearce (1989), Finkelstein e Hambrick (1995) dimostrano che esiste una relazione fra una maggiore indipendenza del CdA e la tutela degli azionisti. In tale visione, White (1996), Farinha (2003) e Hu e Kumar (2004) evidenziano una maggiore propensione a pagare dividendi da parte delle società in cui sono presenti gli AI, espressione di una maggiore attenzione e tutela per le minoranze. Sharma (2011), usando un database composto da 944 aziende americane quotate nel 2006, conclude che esiste una relazione positiva fra il livello di indipendenza del *board* e il livello di dividendi pagati.

⁴⁶ Gli studi pionieristici sul ruolo di monitoraggio degli esecutivi da parte degli amministratori esterni nel consiglio sono numerosi: Jensen (1986), Coughlan e Schmidt (1985), Warner, Watts e Wruck (1988). Per contro alcuni, ad esempio Demsetz (1983) già allora sostenevano che il CdA può fare ben poco per migliorare i forti incentivi che guidano il management nella gestione dell'impresa e in tal modo tutelare gli interessi degli azionisti. Egli sostiene che già i contratti di remunerazione degli esecutivi forniscono un adeguato monitoraggio. Secondo questa tesi, la regolamentazione del board non può migliorare, anzi potrebbe imporre un vincolo dannoso all'ottimizzazione della gestione da parte dei manager.

Kesner e al. (1986), Wade e al. (1990), Boeker e Goodstein (1993) sostengono che gli AI con una lunga permanenza all'interno del *board* hanno una maggiore propensione a ratificare le decisioni assunte dal *top management* che possono compromettere gli interessi degli azionisti. Vafeas (2003) in particolare sostiene che questa situazione si presenta con maggiore facilità quando gli AI sono all'interno del *board* da oltre 15 anni.

Nella Tavola 1 sono riportati gli articoli apparsi in letteratura con riferimento agli AI nel periodo più recente, suddivisi per tematiche affrontate: citiamo dapprima alcuni studi che sembrano indicare che la presenza di AI ha effetti positivi sulla presenza di investitori stranieri mentre il loro ruolo attivo (riunioni tra AI o dimissioni) può essere considerato un segnale da parte del mercato. Seguono gli studi che cercano una relazione tra performance, misurata in vari modi in termini di redditività, di andamento di mercato del titolo, di grado di patrimonializzazione, di maggiore propensione alla distribuzione di dividendi. Le risultanze, pur non univoche, sembrano indicare effetti positivi connessi con la presenza degli AI. Segue una serie di contributi che indaga su condotte degli AI volte a mantenere elevata la loro reputazione, quali ad esempio maggior propensione a sostituire i CEO in presenza di performance della società negative, dimissioni da società con performance negative, maggiore impegno dell'AI con più incarichi nell'ambito di società più prestigiose.

Per ciascun lavoro sono indicati il paese al quale appartiene il campione, la numerosità e composizione del campione, il periodo cui si riferisce l'analisi e una breve sintesi dei risultati.

Tavola 1. Rassegna della recente letteratura empirica sugli Amministratori Indipendenti

Tematica:	Autore/i	Anno di pubblicazione	Paese di riferimento	Anno/ periodo di analisi	Campione	Sintesi/Conclusioni
amministratori indipendenti e ...	Mooweon R. Ji-Hwan L.	2008	Korea	2000-2003	96 società	La percentuale di investitori stranieri cresce all'aumentare del numero di AI con contatti con l'estero, con coloro che hanno ricoperto precedentemente cariche governative o se hanno maturato una maggiore esperienza nel settore.
	Gupta M. Fields L.P.	2009	USA	1990-2000	299 eventi societari rilevati da Lexis-Nexis	Le dimissioni degli AI sono percepite dal mercato come un segnale negativo. Questo segnale negativo è meno intenso se nel <i>board</i> vi era una presenza prevalente di AI prima delle dimissioni.
	Lee Y.-C. Wang M.C.	2014	Taiwan	2002-2008	534 osservazioni dalle società quotate al Taiwan Stock	Gli autori dimostrano che l'annuncio al mercato di incontri fra AI su iniziativa volontaria hanno una maggiore risonanza rispetto agli annunci di incontri obbligatori al
Indicazioni al mercato						

					Exchange	punto da generare un rendimento cumulato anomalo sul mercato. Per questo motivo gli annunci di incontri volontari di AI possono diventare un indicatore per il mercato.
Performance aziendali	Hsu-Huei H. Paochung H. Haider A.K. Yun-Lin Y.	2008	Taiwan	1999-2003	58 annunci eseguiti da <i>outside directors</i>	Gli annunci di riunioni di AI producono una crescita delle performance delle società superiori alla normalità sul mercato.
	Duchin R. Matsusaka J.G. Ozbas O.	2010	USA	1996-2005	2897 aziende tratte da Investor Responsibility Research Center (IRRC)	Gli autori misurano l'impatto della presenza di AI nei <i>board</i> sulle si concentrano sulle performance (ROA, Q di Tobin, rendimento annuale). Tale impatto è inversamente correlato al costo di acquisire informazioni sulla società da parte degli AI (tale costo è stimato in funzione del numero e della omogeneità di studi fatti da analisti esterni).
	Kim H. Lim C.	2010	Korea	1999-2006	3039 aziende i cui dati sono tratti da tre database: TS2000, Repository of Korea's Corporate Filings, KISline.	Lo studio mostra una relazione positiva fra la valutazione della società e la presenza di <i>outside directors</i> con esperienza di <i>government</i> mentre identifica una relazione negativa fra il valore delle società e la presenza di <i>outside directors</i> dottori commercialisti. Lo studio dimostra inoltre che la diversificazione del <i>board</i> in termini di età e di titoli di studio è positiva per la valutazione aziendale.
	Masulis R.W. Mobbs S.	2011	USA	1997-2006	Società appartenenti allo S&P 1500 riportate nel Investor Responsibility Research Center (IRRC)	Le aziende nelle quali sono presenti AI presentano migliori performance in termini di <i>ratios</i> patrimoniali. Gli annunci di riunioni di AI migliorano i ritorni per gli azionisti mentre gli annunci di loro dimissioni li riducono.
	Sharma V.	2011	USA	2006	944 public companies	L'autore trova una relazione positiva fra la propensione al pagamento dei dividendi e (a) l'indipendenza del <i>board</i> e

						(b) la tenure (durata della nomina.
	Beltratti, A. Stulz, R.M.	2012	World	2007-2008	98 grandi banche nel mondo	Tra le variabili utilizzate per spiegare la performance di mercato nel periodo metà 2007 - fine 2008 vi è il Corporate <i>governance quotient</i> score che comprende le caratteristiche del <i>board</i> , la sua dimensione, la sua indipendenza, la composizione dei comitati e la trasparenza. I risultati indicano che board più favorevoli agli shareholders hanno realizzato performance peggiori.
	Knyazeva, A. Knyazeva D. Masulis, R.	2013	USA	1996-2006	1661 aziende dal database Compustat /CRSP	Gli autori trovano che le imprese di più grandi dimensioni tendono ad attirare candidati amministratori dalle località più lontane; questo suggerisce che gli amministratori vedono la carica di membro nel CdA come un'opportunità, un'attrattiva e la reputazione gioca un ruolo rilevante. L'obiettivo dell'analisi condotta è quello di indagare se gli AI che hanno più incarichi, apprezzano ogni incarico allo stesso modo o meno. Emerge che gli amministratori non distribuiscono i loro sforzi in maniera equa fra i vari incarichi ma si impegnano maggiormente nelle società che garantiscono loro maggiore visibilità e reputazione.
	Crespi-Cladera R. Pascual-Fuster B.	2013	Spagna	2004-2009	752 società quotate sul mercato spagnolo	Partendo dal presupposto che esistono differenti criteri (Usa, UK ed Europa) per la definizione di amministratore indipendente, gli autori applicano al campione di banche spagnole esaminato criteri più stringenti rispetto a quelli utilizzati in Spagna. Sebbene questo riduca la numerosità dei board definibili indipendenti, ciò non comporta un risvolto negativo sulle funzioni aziendali e sulla stima di pagamento dei dividendi.

	Habbash H. Xiao L. Salama A. Dixon R.	2014	Cina	2005-2010	China listed companies 6882 osservazioni	Nell'ambito della teoria dei costi di agenzia, gli autori dimostrano che i CdA composti da meno di 1/3 di AI non riescono a mitigare i conflitti di interesse legati alla gestione degli utili aziendali.
Remunerazione, reputazione e comportamenti	Marchetti P. Stefanelli V.	2009	UK	N.N.	233 outsiders di 40 UK public listed companies	Gli autori indagano sulle politiche di remunerazione degli AI che non sono proporzionate solo al ruolo e alla responsabilità attribuita, ma sono influenzate anche dal contributo che l'amministratore porta alla società in termini di attività di riunione, anzianità di servizio e di capitale umano (ovvero in termini di popolarità e di esperienza in generale).
	Fahlenbrach R. Low A. Stulz R.	2010	USA	1999-2010	2282 società appartenenti allo S&P Compustat con RiskMetrics Directors Database	Il working paper sostiene che gli AI sono più propensi a dimettersi dal loro incarico anticipatamente qualora ci siano previsioni di performance negative dell'azienda al fine di tutelare la propria immagine.
	Stain G. Plaza S.	2011	N.N.			Gli autori hanno analizzato il ruolo degli AI nella supervisione e nella determinazione del turnover del CEO. Gli autori giungono alla conclusione che le aziende con un numero elevato di AI sono più propense alla sostituzione del CEO nel caso di performance deludenti.
	Rubin A. Segal D.	2013	USA	2000-2010	Società dello S&P 1500 fornite da RiskMetrics 94.500 osservazioni	Gli autori ipotizzano che la dimensione dell'impresa non è solo dettata dalla capacità manageriale, ma anche dal ruolo degli AI. Infatti, all'interno di una grande impresa il monitoraggio è notevolmente più complesso e quindi gli AI devono dimostrare capacità migliori rispetto a coloro che operano in imprese di piccole dimensioni.
	Masulis R.W.	2013	USA	1997-2006	Società appartenenti allo S&P	Gli autori hanno mostrato che gli amministratori che assumono più incarichi,

	Mobbs S.				1500 fornite da RiskMetrics Database	distribuiscono in modo diseguale il loro impegno basandosi sul prestigio dei relativi CdA.
	Bianchi M. Ciavarella A. Enriques L. Novembre V. Signoretti R.	2014	Italia	2010	125 società quotate sul mercato italiano	<p>Il lavoro esamina come 125 società quotate italiane hanno adottato il regolamento Consob 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate. E' infatti lasciato un margine di discrezionalità alle società sul livello di maggiore o minore rigore applicativo del citato regolamento. Il lavoro dimostra che le società in cui è presente un azionista (o una coalizione di azionisti) di maggioranza (>50% dei diritti di voto) si sono dotate di regole più elastiche; le società che non presentano azionisti di controllo, adottano regole più stringenti.</p> <p>In tema di governance, il lavoro sostiene che una maggiore presenza di AI non influisce sulla qualità delle procedure adottate mentre la presenza di un amministratore di minoranza nominato da investitori istituzionali porta all'adozione di regole più stringenti.</p>
	Di Battista M.L. Lippi A. Schwizer P.	2014	Italia	2012	138 società quotate sul mercato italiano	<p>Gli autori dimostrano che il giudizio espresso sulle società quotate italiane da parte di FTSE ECPI Italia SRI Index è influenzato positivamente dalla dimensione aziendale, dal numero degli amministratori e dal peso dei principali azionisti. In particolare, lo studio evidenzia che gli amministratori che si dichiarano indipendenti da codice hanno un impatto positivo sul giudizio di FTSE mentre quelli indipendenti da TUF hanno un impatto negativo sul giudizio espresso.</p>

La rassegna della letteratura più recente, presentata nella Tavola 1, sebbene non esaustiva, evidenzia una attenzione crescente al ruolo svolto dagli AI con indagini in diverse direzioni. Esse non giungono tuttavia a conclusioni univoche, ma evidenziano una serie di aspetti di qualche interesse, quali: il loro ruolo nel turnover del CEO e nelle politiche dei dividendi;

l'apprezzamento della loro presenza ed eventualmente del loro attivismo da parte del mercato; la relazione tendenzialmente positiva ma non univoca tra la loro presenza e la performance della società misurata in diversi modi.

Si può notare allo stesso tempo che le indagini hanno trascurato l'Europa mentre numerosi sono gli studi su campioni americani e su singole economie emergenti. Inoltre, numerosi studi, pur essendo pubblicati in date relativamente recenti, si basano su periodi di osservazione più lontani nel tempo, e pertanto vanno inquadrati in un contesto normativo e regolamentare nonché macroeconomico differente da quello attuale.

In conclusione, vi è spazio per future ricerche incentrate sull'Europa ma anche sul caso italiano così da verificare se gli interventi regolamentari sulla *governance* attuati a seguito della crisi finanziaria internazionale stiano producendo effetti o se siano necessari ulteriori affinamenti.

6. Gli amministratori indipendenti nei *board* delle società quotate italiane⁴⁷

In questo paragrafo esaminiamo alcuni dati sulla presenza di AI nei *board* delle società quotate italiane, sulla base dei dati relativi agli anni 2012 e 2013. A tal fine utilizziamo il data base di Nedcommunity. In particolare analizziamo un campione chiuso di 224 società per mettere in evidenza i cambiamenti intervenuti nel 2013 rispetto al 2012⁴⁸.

Il campione esaminato (Tabella 1) include 35 società quotate sul segmento MIB, 65 società appartenenti al segmento STAR e altre 124 società quotate nel MTA. Esso è stato inoltre segmentato in quattro macro settori individuati sulla base dei criteri stabiliti da Borsa Italiana: 86 società esaminate sono appartenenti al settore "Industria", 44 appartengono al settore "Finanza"⁴⁹, 42 società sono ascrivibili al settore "Beni e servizi di consumo" mentre 46 rappresentano il settore dei "Servizi". Delle 224 società oggetto di analisi, 5 hanno adottato il modello dualistico⁵⁰ e 2 il modello monistico⁵¹; per tutte le altre il modello di riferimento è quello tradizionale.

Tabella 1. Il campione oggetto di analisi al 31 dicembre 2013

	MIB	STAR	ALTRO	TOTALE
Industria	4	27	55	86
Finanza	13	8	23	44
Beni e servizi di consumo	9	11	28	48
Servizi	9	19	18	46
TOTALE	35	65	124	224

La valutazione del ruolo e del peso degli AI nel caso italiano deve essere inserita in un contesto di assetto proprietario diverso da quello anglosassone caratterizzato in prevalenza da

⁴⁷ di Maria Luisa Di Battista e Andrea Lippi

⁴⁸ I nostri dati presentano, rispetto ai dati di Consob e Assonime qualche differenza in termini di numerosità delle società nonché in termini di segmentazione. I nostri dati permettono di evidenziare le società appartenenti al segmento Star; la nostra segmentazione delle finanziarie contiene non solo banche e assicurazioni come Assonime.

⁴⁹ Include tutte le banche, le società assicurative e le finanziarie.

⁵⁰ Si tratta di A2A, Banca Popolare di Milano, Intesa SanPaolo, UBI Banca e Lazio.

⁵¹ Si tratta di Chl ed Engineering.

società ad azionariato diffuso senza un socio o un gruppo di controllo. Infatti, l'assetto proprietario delle società quotate si conferma per l'anno 2013 fortemente concentrato nelle mani di pochi azionisti (Tabella 2)⁵². Le società che presentano un livello di flottante inferiore al 50% risultano essere globalmente pari all' 81% del campione esaminato con la seguente ripartizione: 89,6% appartenenti al settore dei beni e servizi di consumo, 89,53% ascrivibili al settore dell'industria, 76,% al settore dei servizi e 61,37% al settore finanza. Quelle per le quali il 1° azionista detiene più del 50% sono rispettivamente il 65% per il settore dei beni e servizi di consumo (31 società) e per il settore industria (56 società), il 35% per il settore dei servizi (16 società) e il 34% per il settore finanza (16 società) per un totale del 52,68% del campione esaminato (118 società). Risultano solo 2 società, nello specifico banche popolari, che non hanno azionisti rilevanti. La maggior concentrazione di società per numero di azionisti rilevanti si ha nella classe da 2 a 4 per tutti i settori, tranne che per il settore finanza per il quale lo stesso numero di società (18) è riscontrato anche con riferimento alla classe di azionisti rilevanti da 5 a 14.

Tabella 2. Numero di società quotate per assetto proprietario/settore a fine 2013

Industria					
N° Azionisti maggioranza (>2%)	Zero	Uno	Da 2 a 4	Da 5 a 14	
	0	12	44	30	
Quota del 1° azionista	0	Sotto il 10%	Tra il 20% e il 50%	Oltre il 50%	
	0	2	23	56	
Flottante	0	Minore 50%	Tra il 50,1% e il 70%	Superiore al 70% fino al 97,9%	100%
	0	77	7	2	0

Finanza					
N° Azionisti maggioranza (>2%)	Zero	Uno	Da 2 a 4	Da 5 a 14	
	2	6	18	18	
Quota del 1° azionista	0	Sotto il 10%	Tra il 20% e il 50%	Oltre il 50%	
	2	8	14	15	
Flottante	0	Minore 50%	Tra il 50,1% e il 70%	Superiore al 70% fino al 97,9%	100%
	0	27	7	7	2

⁵² I dati sull'assetto proprietario delle società quotate sono di fonte Consob e vengono periodicamente esaminati dalla stessa Consob nel *Report on Corporate Governance of Italian listed companies*. Si veda da ultimo Consob (2014).

Beni e servizi di consumo					
N° Azionisti maggioranza (>2%)	Zero	Uno	Da 2 a 4	Da 5 a 14	
	0	4	28	16	
Quota del 1° azionista	0	Inferiore al 10%	Tra il 20% e il 50%	Oltre il 50%	
	0	1	11	32	
Flottante	0	Inferiore al 50%	Tra il 50,1% e il 70%	Superiore al 70% fino al 97,9%	100%
	0	43	4	1	0

Servizi					
N° Azionisti maggioranza (>2%)	Zero	Uno	Da 2 a 4	Da 5 a 14	
	0	7	26	13	
Quota del 1° azionista	0	Inferiore al 10%	Tra il 20% e il 50%	Oltre il 50%	
	0	2	23	16	
Flottante	0	Inferiore al 50%	Tra il 50,1% e il 70%	Superiore al 70% fino al 97,9%	100%
	0	35	7	4	0

Dalla nostra prospettiva di indagine, in realtà il numero e l'incidenza degli AI non mostrano differenze significative in funzione della quota proprietaria del primo azionista (Tabella 3). Al ridursi della quota di proprietà del primo azionista aumenta la numerosità media del *board* ma non c'è una chiara relazione tra quota del primo azionista e numero medio degli AI e loro incidenza % nel *board*. Tra il 2012 e il 2013 vi è una crescita diffusa nelle diverse classi del numero medio di AI e della loro incidenza. Peraltro l'incidenza media degli AI è in tutte le classi superiore al 40% e tocca i valori più alti nelle società con assetti proprietari meno concentrati.

Tabella 3a. Numero medio e incidenza % degli AI per classi di quota proprietaria del primo azionista a fine 2012

Classe Quota % primo azionista	Num. società	Media quota % primo azionista	Numerosità media BOARD	Numero medio AI TUF	Numero medio AI CAD	Numero medio AI TOTALI	Incidenza % AI TOTALI
>70%	21	78,2%	9,4	4,3	4,4	4,4	46,1%
70%-50%	100	58,6%	9,6	3,8	3,8	4,0	40,3%
49,9%-20%	64	35,7%	10,3	4,9	4,3	4,8	46,5%
19,9-0	39	10,5%	10,7	4,7	4,4	5,2	42,1%
TOTALE	224	45,4%	9,9	4,3	4,1	4,5	44,1%

Tabella 3b. Numero medio e incidenza % degli AI per classi di quota proprietaria del primo azionista a fine 2013

Classe Quota % primo azionista	Num. società	Media quota % primo azionista	Numerosità media BOARD	Numero medio AI TUF	Numero medio AI CAD	Numero medio AI TOTALI	Incidenza % AI TOTALI
>70%	16	80,4%	9,5	4,4	4,4	4,4	44,8%
70%-50%	103	58,9%	9,7	3,9	4,0	4,2	42,3%
49,9%-20%	71	34,4%	10,1	4,5	4,5	4,7	47,8%
19,9-0	34	10,9%	11,3	5,8	5	5,9	49,6%
TOTALE	224	45,4%	10	4,4	4,3	4,6	45,3%

La Tabella 4, con riferimento all'intero campione di analisi, sintetizza i principali dati di dimensione e composizione del *board* (comprensivo di CdS e CdG per le società che hanno adottato il modello dualistico) per gli anni 2012 e 2013 .

Tabella 4a. Dimensioni e principali caratteristiche strutturali dei Board delle società quotate a fine 2012

	N.ro Riunioni CDA (com preso CdG)	Durata media (ore) ¹	N.ro Totale Amm.ri	N.ro AI da TUF	N.ro AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	N.ro Amm.ri donne	N.ro Riunioni Coll. Sind. (compreso CdS)	Durata media riunioni Coll. Sind. (ore)	N.ro Sindaci	N.ro donne Sindaci
Minimo	2	0,5	2	0	0	0	0	3	0,75	3	0
Massimo	40	6	25	17	15	17	4	93	7	22	4
Mediana	8	2	9	3	3	4	1	9	2	3	0
Media	10,28	2,19	9,95	4,3	4,1	4,45	1,1	12,23	2,44	3,43	0,30

¹ 22 società non hanno dichiarato la durata media delle riunioni consiliari

Tabella 4b. Dimensioni e principali caratteristiche strutturali dei Board delle società quotate a fine 2013

	N.ro Riunioni CDA (compreso CdG)	Durata media (ore) ¹	N.ro Totale Amm.ri	N.ro AI da TUF	N.ro AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	N.ro Amm.ri donne	N.ro Riunioni Coll. Sind. (compreso CdS)	Durata media riunioni Coll. Sind. (ore)	N.ro Sindaci	N.ro donne Sindaci
Minimo	2	0,77	2	0	0	0	0	3	1	3	0
Massimo	38	5	25	19	14	19	8	87	5,5	19	5
Mediana	9	2	9	4	4	4	2	8	2,26	3	1
Media	10,21	2,23	10,02	4,5	4,3	4,6	1,67	12,11	2,41	3,47	0,6

¹ 22 società non hanno dichiarato la durata media delle riunioni consiliari

I dati più generali non mostrano cambiamenti rilevanti dal 2012 al 2013, eccezion fatta per la crescita di amministratori donne (che rappresentano mediamente il 16,7% degli amministratori totali a fine 2013). Il numero complessivo di amministratori è mediamente pari a 10; il numero di riunioni è mediamente pari a 10 e la loro durata è mediamente pari a 2 ore. È possibile allo stesso tempo notare una grande differenza tra valori minimi e massimi.

I dati presentati in Tabella 4, inoltre, permettono di distinguere tra AI da Codice di Autodisciplina (CAD) e da TUF; nel 2013 il numero di AI da CAD e da TUF è leggermente cresciuto ed è pari rispettivamente a 4,3 e 4,4. Poiché vi è un elevato livello di sovrapposizione tra le due qualifiche in capo alle stesse persone, il dato complessivo è solo leggermente superiore e pari a 4,6.

Complessivamente gli AI rappresentano in media il 45%, una percentuale elevata e mediamente superiore ai minimi previsti dalla normativa.

La Tabella 5 permette di valutare le principali differenze per settori nel numero e nell'incidenza degli AI; in premessa si può notare che non vi sono cambiamenti significativi tra il 2012 e il 2013. I dati indicano consigli più numerosi nel settore finanziario, ma anche una maggiore presenza in valori assoluti e in valori % degli AI complessivi ed una minore sovrapposizione tra AI da CAD e da TUF.

Tabella 5a. Numero e incidenza % degli Amministratori Indipendenti nei board delle società quotate per settori Dati medi a fine 2012

	N.ro Totale Amministratori	N.ro AI da TUF	Incidenza % AI da TUF	N.ro AI da CAD	Incidenza % AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	Incidenza % AI TUF/CAD
Industria	9,51	3,92	36,37%	3,63	33,01%	3,99	40,79%
Finanza	12,29	5,82	36,62%	5,27	33,83%	5,98	44,98%
Beni e servizi di consumo	8,81	3,67	38,46%	3,63	35,67%	3,70	40,74%
Servizi	9,67	4,31	42,59%	4,30	39,73%	4,49	46,93%
TOTALE	9,96	4,41	38,4%	4,10	35,40%	4,45	43,00%

Tabella 5b. Numero e incidenza % degli Amministratori Indipendenti nei board delle società quotate per settori Dati medi a fine 2013

	N.ro Totale Amministratori	N.ro AI da TUF	Incidenza % AI da TUF	N.ro AI da CAD	Incidenza % AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	Incidenza % AI TUF/CAD
Industria	9,57	3,96	36,68%	3,79	32,68%	4,10	41,70%
Finanza	12,43	6,68	43,10%	6,00	38,38%	6,57	51,12%
Beni e servizi di consumo	9,02	3,63	35,44%	3,48	30,65%	3,81	41,10%
Servizi	9,61	4,46	41,87%	4,58	41,60%	4,72	49,22%
TOTALE	10,02	4,50	38,74%	4,30	35,20%	4,65	44,97%

La Tabella 6 permette di apprezzare le differenze nei diversi segmenti di mercato del MTA. Dal 2012 al 2013 è cresciuta l'incidenza degli AI ed in particolare degli AI da CAD nel segmento STAR che tuttavia continua a mostrare una notevole minore presenza di AI in termini di numero e incidenza % delle due tipologie di AI anche rispetto alle società diverse da quelle appartenenti al MIB.

Tabella 6a. Numero e incidenza % degli Amministratori Indipendenti nei board delle società quotate per segmento di mercato. Dati medi a fine 2012

	N.ro Totale Amministratori	N.ro AI da TUF	Incidenza % AI da TUF	N.ro AI da CAD	Incidenza % AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	Incidenza % AI TUF/CAD
MIB	12,46	6,21	41,65%	5,64	38,39%	6,18	48,39%
STAR	9,27	3,63	35,98%	3,60	33,93%	3,70	40,20%
ALTRO	9,51	4,13	38,70%	3,89	35,32%	4,30	42,87%
TOTALE	9,96	4,41	38,4%	4,10	35,40%	4,45	43,00%

Tabella 6b. Numero e incidenza % degli Amministratori Indipendenti nei board delle società quotate per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013

	N.ro Totale Amministratori	N.ro AI da TUF	Incidenza % AI da TUF	N.ro AI da CAD	Incidenza % AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	Incidenza % AI TUF/CAD
MIB	12,51	6,50	44,43%	6,04	39,54%	6,60	51,99%
STAR	9,57	3,90	36,12%	3,86	35,68%	3,86	40,35%
ALTRO	9,56	4,27	38,51%	4,08	33,72%	4,52	45,40%
TOTALE	10,02	4,50	38,74%	4,30	35,20%	4,65	44,97%

Ulteriori informazioni derivano dalle elaborazioni che sui dati del 2013 all'interno di un campione quasi totalitario di 235 società quotate. Nella Tabella 7 riportiamo i dati medi per quartile di numerosità e incidenza percentuale di AI.

Tabella 7a. L'intero MTA al 31 dicembre 2013

	MIB	STAR	ALTRO	TOTALE
Industria	11	12	29	52
Finanza	13	8	25	46
Beni e servizi di consumo	5	29	54	88
Servizi	11	16	22	49
TOTALE	40	65	130	235

Tabella 7b. Amministratori totali e Amministratori Indipendenti delle società quotate sull'MTA. Dati medi a fine 2013 (235 società)

	N.ro Totale Amministratori	N.ro AI da TUF	Incidenza % AI TUF	N.ro AI da CAD	Incidenza % AI da CAD	N.ro AI da TUF/CAD	Incidenza % AI TUF/CAD
Min	2	0	0	0	0	0	0
Max	25	19	100	14	100%	19	100%
Mediana	9	4	37,50%	4	36,36%	4	42,86%
Media	10,04	4,45	38,11%	4,28	34,73%	4,66	44,84%

Tabella 7c. Amministratori totali e Amministratori Indipendenti delle società quotate sull'MTA. Distribuzione per quartili , dati medi a fine 2013 (235 società)

	N.ro Tot. Amministratori.	N.ro Tot. AI	Peso % AI
1° Quartile	6	2	25,44%
2° Quartile	9	3	37,08%
3° Quartile	11	5	48,52%
4° Quartile	15	8	68,46%

Secondo alcuni studi affinché gli AI possano svolgere il loro ruolo in modo efficace è necessaria la presenza di un numero minimo di AI. In questa prospettiva nella Tabella 8 riportiamo la numerosità e l'incidenza delle società al cui interno la presenza di AI è inferiore al 33% (limite previsto dal CAD per le società appartenenti al MIB) e contemporaneamente il loro numero è inferiore a 3. I risultati indicano una incidenza complessiva di società pari al 14,47%, di cui la maggioranza non appartenenti né al segmento MIB né a quello STAR. Fra le società appartenenti al MIB solo il 5% (2 società, pari allo 0,85% dell'intero MTA) presenta una combinazione di AI inferiori a 3 e con un peso percentuale inferiore al 33%; fra le società dello STAR il 9,2% presenta la medesima combinazione (pari al 2,55% dell'intero campione, 6 società). Con riferimento ai 4 settori esaminati le percentuali più basse sono nei settori più regolamentati, quali quello finanziario e dei servizi, all'interno del quale sono comprese le public utilities. Fra i dati di dettaglio presentati nella Tabella 8 si evidenzia come 6 società appartenenti al segmento MIB (il 15% dell'intero segmento) vedano una presenza di AI inferiore al 33% mentre si confermano come più virtuosi sia in termini di numerosità minima che di peso percentuale il settore finanziario e quello dei servizi.

Tabella 8a. Società in cui sono presenti < 3 AI e con un peso <33% di AI per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	2	5%	0,85%
STAR	6	9,23%	2,55%
ALTRO	26	20%	11,06%
TOTALE	34	14,47%	14,47%

Tabella 8b. Società in cui sono presenti < 3 AI e con un peso <33% di AI per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	10	19,23%	4,26%
Finanza	4	8,70%	1,70%
Industria	16	18,18%	6,80%
Servizi pubblici	4	8,16%	1,70%
TOTALE	34	14,47%	14,47%

Tabella 8c. Società in cui sono presenti < 3 AI per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	2	5%	0,85%
STAR	8	12,31%	3,40%
ALTRO	36	27,69%	15,32%
TOTALE	46	19,57%	19,57%

Tabella 8d. Società in cui sono presenti < 3 AI per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	13	25%	5,53%
Finanza	4	8,70%	1,70%
Industria	22	25%	9,36%
Servizi pubblici	7	14,29%	2,98%
TOTALE	46	19,57%	19,57%

Tabella 8e. Società in cui sono presenti AI con un peso <33% per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	6	15%	2,55%
STAR	18	27,69%	7,66%
ALTRO	33	25,38%	14,04%
TOTALE	57	24,25%	24,25%

Tabella 8f. Società in cui sono presenti AI con un peso <33% per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	18	34,62%	7,66%
Finanza	8	17,39%	3,40%
Industria	23	26,13%	9,79%
Servizi pubblici	8	16,33%	3,40%
TOTALE	57	24,25%	24,25%

All'estremo opposto della distribuzione, nella Tabella 9, abbiamo calcolato la numerosità e l'incidenza delle società al cui interno vi sono almeno 5 AI e contemporaneamente la presenza di AI è superiore al 60%. Si tratta di circa il 25% del totale delle società esaminate; le società appartenenti al MIB che soddisfano entrambi i requisiti rappresentano il 35% del segmento (il 5,96% dell'intero MTA), quelle appartenenti allo STAR risultano il 18% circa del segmento (corrispondente al 5% circa dell'intero MTA), mentre le società non appartenenti ai due segmenti citati rappresentano il 14% circa dell'intero MTA. Anche in questo caso le percentuali più elevate sono nei settori più regolamentati, quali quello finanziario e dei servizi.

Esaminando le tabelle di dettaglio (Tabella 9) si evidenziano un paio di considerazioni. A fine 2013 le società appartenenti al segmento STAR che presentavano almeno 5 AI risultano essere solo 16, pari al 24,62% del segmento (il 6,81% dell'intero campione), il valore più basso rispetto al MIB e alle "altre" società quotate componenti l'MTA. Lo stesso risultato lo si evince con riferimento al relativo peso percentuale: in 8 società dello STAR, rappresentanti il 12,31% del segmento (circa il 3% dell'intero campione), il peso degli AI è almeno pari al 60%. Per gli altri segmenti esaminati le percentuali sono decisamente più elevate. Il risultato è confermato anche con riferimento ai singoli settori, per i quali risultano più elevati i dati dei settori finanza e servizi.

Tabella 9a. Società in cui sono presenti ≥ 5 AI e con un peso $\geq 60\%$ di AI per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	14	35,00%	5,96%
STAR	12	18,46%	5,11%
ALTRO	33	25,38%	14,04%
TOTALE	59	25,11%	25,11%

Tabella 9b. Società in cui sono presenti ≥ 5 AI e con un peso $\geq 60\%$ di AI per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	11	21,15%	4,68%
Finanza	15	32,61%	6,38%
Industria	20	22,73%	8,51%
Servizi pubblici	13	26,53%	5,53%
TOTALE	59	25,11%	25,11%

Tabella 9c. Società in cui sono presenti ≥ 5 AI per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	27	67,50%	11,49%
STAR	16	24,62%	6,81%
ALTRO	56	43,08%	23,83%
TOTALE	99	42,13%	42,13%

Tabella 9d. Società in cui sono presenti ≥ 5 AI per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	16	30,77%	6,81%
Finanza	26	56,52%	11,06%
Industria	32	36,36%	13,62%
Servizi pubblici	25	51,02%	10,64%
TOTALE	99	42,13%	42,13%

Tabella 9e. Società in cui sono presenti AI con un peso \geq 60% per segmento di mercato. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo segmento	Peso % su intero campione
MIB	15	37,5%	6,38%
STAR	8	12,31%	3,40%
ALTRO	26	20%	11,06%
TOTALE	49	20,85%	20,85%

Tabella 9f. Società in cui sono presenti AI con un peso \Rightarrow 60% per settore. Dati medi a fine 2013 (campione di 235 società)

	N.ro società	Peso % sul singolo settore	Peso % su intero campione
Beni e servizi di consumo	5	9,62%	2,13%
Finanza	14	30,43%	5,96%
Industria	14	15,91%	5,96%
Servizi pubblici	16	32,65%	6,81%
TOTALE	49	20,85%	20,85%

In conclusione l'incidenza della presenza degli AI è mediamente elevata e superiore al limite minimo posto dal CAD (peraltro solo per le società appartenenti al MIB), anche se tale incidenza è molto differenziata all'interno dei board delle società quotate. I dati mettono in evidenza possibilità di miglioramento nella direzione, da un lato, di effettuare valutazioni dell'indipendenza più approfondite, mirando ad una applicazione più sostanziale del CAD prima della nomina nel board e, dall'altro, la necessità di aumentare in alcune società la presenza degli AI. Potrebbe essere opportuno valutare l'estensione a tutte le società quotate della previsione del CAD di un terzo di AI, al momento prevista solo per le società appartenenti al MIB e allo stesso tempo introdurre per tutte le società un numero minimo di AI pari a 3.

7. Remunerazione, rischi e impegno degli Amministratori Indipendenti⁵³

Una recente indagine di Key2 People Governance⁵⁴, peraltro limitata ad un campione esiguo di AI (hanno risposto all'indagine 73 consiglieri, il 39% dei quali donne), ha evidenziato che la percezione dei consiglieri indipendenti in merito al proprio ruolo è connotata da una crescente consapevolezza della responsabilità individuale e collettiva che si assumono e da una discreta e diffusa soddisfazione. Emergono peraltro alcuni spunti di disagio con riferimento a due aspetti: 1) il **rischio reputazionale**, o i rischi potenziali connessi al ruolo stesso, per i quali la preoccupazione risulta più diffusa tra gli uomini ed è collegata all'opinione che in molti CdA vi siano ancora profili non adeguati per competenza e professionalità e all'aumento delle

⁵³ di Maria Luisa Di Battista, Giorgio Ghiglieno e Francesco Vella. Gli autori ringraziano Sandro Catani per aver fornito alcune riflessioni sul tema.

⁵⁴ Si veda Iachino Leto di Priolo M., in la Voce degli Indipendenti, n. 20, agosto 2014.

responsabilità affidate all'amministratore; 2) **il livello di remunerazione**, per il quale si denuncia una rispondenza non adeguata alla responsabilità ed ai tempi di impegno.

Dalla stessa indagine emerge che forte e diffusa è l'opinione che per ridurre il rischio reputazionale sia fondamentale mettere in atto un sistema informativo costruito secondo logiche condivise e in costante *work in progress* in quanto sempre migliorabile. Allo stesso tempo, emerge la necessità di un tipo di comunicazione all'interno del board che favorisca una piena comprensione delle tematiche in discussione e la possibilità di un loro approfondimento mirato.

Con riferimento specifico al ruolo che gli AI possono svolgere pe evolvere nella direzione indicata, dall'indagine emerge che i consiglieri indipendenti devono: 1) farsi carico di incidere sulla costruzione di flussi informativi più efficaci richiedendo di applicare requisiti di priorità e chiarezza e tempistiche di preparazione e approfondimento adeguate anche con il coinvolgimento in consiglio dei manager, così da conoscere altre prospettive di analisi oltre quella dell' AD; 2) contribuire ad accrescere l'attenzione che l'intero consiglio presta alle dinamiche decisionali di gruppo. Le riunioni tra consiglieri indipendenti possono essere utili per riflettere e agire su questo aspetto così da promuovere il coinvolgimento di tutti sul miglior modo di analizzare le diverse problematiche e di deliberare di conseguenza in modo consapevole⁵⁵.

Con riferimento alla remunerazione degli AI, Francesco Taranto nel 2011 (Nedcommunity, La Voce degli Indipendenti n.6) faceva il punto sulla situazione dei compensi degli AI ricordando tra l'altro che il tema dei compensi era trattato in modo generico nel Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana (2011) – tale aspetto è rimasto peraltro immutato nell'attuale codice – dove si diceva che “La remunerazione degli amministratori non esecutivi è commisurata all'impegno richiesto a ciascuno di essi, tenuto anche conto dell'eventuale partecipazione ad uno o più comitati” e dove a ben vedere si parlava non di AI ma della più ampia categoria degli amministratori non esecutivi. L'autore si chiedeva se veniva riconosciuto e quanto veniva riconosciuto, in termini di compensi, l'elevato e crescente livello di responsabilità che si accompagna alla nomina del consigliere in un CdA, evidenziava come la remunerazione fosse definita “sulla base di parametri assolutamente privi di chiarezza” e concludeva che “proseguire sulla strada attuale che prevede retribuzioni che non tengono sufficientemente conto di elementi essenziali quali la coerenza con l'impegno richiesto e la relativa responsabilità che ne deriva, può facilmente portare le professionalità più qualificate a rifiutare la nomina nei consigli.”

Taranto infine proponeva che la remunerazione degli AI dovesse “partire da due valutazioni preliminari:

1. l'evidenza quantitativa dell'impegno richiesto per la partecipazione ai comitati (numero delle riunioni, durata degli stessi, “qualità” degli argomenti all'ordine del giorno per valutare i tempi di preparazione per la seduta di comitato, ecc.);

⁵⁵ A commento di questo aspetto ancora Iachino (2014) sottolinea come “In questa prospettiva di rete di relazioni il consigliere Indipendente deve essere consapevole del fatto che l'indipendenza non è una caratteristica permanente ma un dato di fatto rispetto a certe relazioni esistenti e che l'indipendenza è anche una struttura mentale che può mutare rispetto a fattori esterni quali il sussistere di relazioni con i soggetti per cui si opera, e fattori interni dipendenti da situazioni personali rispetto a persone ed entità coinvolte in qualche modo nel sistema. Se l'indipendenza può essere anche una struttura mentale che può variare con la mutazione dei contesti di riferimento, deve essere oggetto di costante verifica: auto-verifica per la parte personale e valutazione esterna per le relazioni esistenti ed *in fieri*”.

2. l'identificazione di un riconoscimento economico che abbia come riferimento le tariffe professionali di consulenza, tenendo conto però che un amministratore è comunque gravato da maggiori responsabilità di un consulente."

Dal 2011 ad oggi il tema tuttavia non è stato compiutamente affrontato e dibattuto, benché esso investa in realtà più generali profili di *governance* societaria, spesso sottovalutati e sui quali è opportuno richiamare l'attenzione.

E' fin troppo noto che i sistemi retributivi degli amministratori rappresentano il terreno sul quale ormai da tempo si esercitano regolatori e legislatori di tutto il mondo e certo non a torto, poiché questi sistemi sono ritenuti fra i principali colpevoli delle spensierate e dissennate scelte imprenditoriali che hanno condotto la finanza, ma non solo, sull'orlo del baratro.

In sostanza, e volendo in pillole sintetizzare un percorso con già parecchie tappe alle spalle⁵⁶, il legame tra retribuzioni e rendimenti di breve periodo insieme a prassi remunerative che, una volta venute alla luce, hanno generato giusta indignazione, hanno spinto i diversi ordinamenti, sia verso il doveroso ancoraggio a parametri di medio e lungo termine nella componente variabile (ad esempio *vesting period* in grado di ampliare l'orizzonte temporale del *management*), sia verso più rigidi criteri nella disciplina delle componenti fisse, il tutto accompagnato da più intensi doveri informativi e da un complessivo rafforzamento dei poteri dei soci in materia. Non sono mancate iniziative più radicali ancora oggetto di vivacissime discussioni: si pensi alle polemiche del Regno Unito contro le regole comunitarie che impongono un tetto massimo alle retribuzioni, oppure ancora alla vicenda del *referendum* popolare in Svizzera per imporre un cap pari a dodici volte il salario medio dei dipendenti.

Ma nel complesso non si può certo sottovalutare un generale sforzo di regolamentazione che, pur con qualche inevitabile contraddizione, ha cercato di frenare il fenomeno, anche socialmente poco "virtuoso", della irragionevolezza di determinati compensi, nel contempo introducendo criteri che nel futuro dovrebbero contribuire ad incentivare manager e dirigenti verso la realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi di lungo periodo delle società.

In questo sforzo, però, è rimasto in ombra, tranne qualche sporadico riferimento, un problema sicuramente con minore *appeal* per le cronache giornalistiche, ma in realtà di grande rilievo per un efficace funzionamento del governo societario e cioè quello delle politiche di retribuzione per i membri dei consigli non esecutivi e indipendenti; una sottovalutazione singolare se confrontata con le *policy* di valorizzazione del ruolo di questa categoria di soggetti per favorire gestioni imprenditoriali oculate, prudenti e orientate alla prevenzioni dei rischi.

Come abbiamo sottolineato da diverse prospettive in questo rapporto, la figura dell'amministratore indipendente è cresciuta nei diversi ordinamenti soprattutto per incrementare le dialettica nei consigli e la loro reale capacità di controllo sulla gestione, tanto è vero che sta prendendo piede anche al di fuori del più ristretto ambito delle società quotate. Naturale, quindi, l'intento dei regolatori, nel perimetro articolato su normativa primaria, secondaria e di autoregolamentazione, di adottare misure per garantire vera autonomia di giudizio e mancanza di legami in grado di condizionare gli orientamenti, dando così sostanza ad un concetto difficilmente misurabile come l'"indipendenza", e di valorizzare professionalità e autorevolezza dei membri indipendenti degli organi collegiali. Principi che vengono declinati, non soltanto con riferimento a esperienze maturate e conoscenze tecniche, ma anche ai vincoli ai mandati, affinché un numero eccessivo di cariche non affievolisca il rapporto con la società;

⁵⁶ Per una sintesi si veda Vella (2014).

oppure, più recentemente, alla misurazione dell'impegno nei consigli per assicurare tempo sufficiente ed adeguato allo svolgimento della funzione.

In questa prospettiva occorre, però, chiedersi se simili esigenze non debbano essere soddisfatte anche con il riconoscimento di adeguate e sufficienti remunerazioni per lo svolgimento di un compito che diventa sempre più gravoso e responsabilizzante. In sostanza come sottolineava Taranto già nel 2011 e come afferma l'ultimo rapporto di Assonime (2014) "si pone la questione se i compensi corrisposti agli indipendenti siano ovunque sufficienti ad attrarre trattenere e motivare persone dotate delle qualità professionali richieste dal ruolo e commisurati all'impegno richiesto a ciascun consigliere tenuto conto anche dell'eventuale partecipazione ad uno o più comitati come raccomandato dal Codice di Autodisciplina"⁵⁷.

Lo stesso rapporto offre, sotto questo punto di vista, alcuni dati interessanti quantificando in circa 44 mila euro il compenso medio degli indipendenti non coinvolti nei comitati, compenso che arriva rispettivamente a 59 mila euro e a 64 mila euro per quelli coinvolti nel comitato remunerazioni e in quello del controllo interno. Specificando però, con riferimento a quest'ultimo che l'impegno aggiuntivo (pari al 66%) rispetto alle normali riunioni consiliari porta ad un incremento della retribuzione meno che proporzionale rispetto ai tempi di lavoro richiesti (al contrario di quanto avviene per la partecipazione al comitato remunerazioni).

Infine (ancora Assonime 2014), i 935 consiglieri indipendenti monitorati hanno ricevuto in media un compenso totale di 54 mila euro, una media molto differenziata tra il settore finanziario, 93 mila euro, e quello non finanziario, 46 mila euro. Una seconda differenziazione emerge se si considerano i compensi per indici di capitalizzazione delle imprese quotate: la forchetta oscilla tra 98 mila euro del compenso di un consigliere di una FTSE-MIB e 51 mila di una FTSE Mid-Cap e 30 mila di una FTSE Small Cap.

L'ultimo elemento da considerare è che queste remunerazioni si sono mosse negli ultimi 4 anni (2010-2013) in misura minima sotto il 10 % di incremento.

La questione e i dati rilevati dal rapporto sottolineano l'esigenza di aprire una riflessione sulla struttura remunerativa di non esecutivi e indipendenti, per verificare eventuali modelli che, senza ovviamente limitare capacità critiche e indipendenza, incentivino questi soggetti ad un costante impegno di tempo e risorse nella società. Il tema, anche queste sono cose note, è delicato perché solitamente (si veda il codice di Autodisciplina) si prevede per gli AI una remunerazione fissa e solo in casi eccezionali una componente variabile, perché la componente variabile potrebbe generare potenziali conflitti di interesse e pregiudicare, appunto, l'indipendenza.

La strada da percorrere può da un lato riprendere in considerazione la proposta di Taranto sopra riportata mediante una maggiore valorizzazione del ruolo e del tempo dedicato agli AI ai Comitati. A questo fine può essere utile un recente studio (Di Rienzo, 2014) che, sulla base di una indagine su 30 società quotate italiane, differenziate per settore di riferimento, confrontate con un campione di 100 aziende europee comparabili, fa emergere che: 1) i compensi degli AI sono in leggera flessione in Europa; 2) i compensi degli AI in Italia sono in linea con la media europea, inferiori al valore medio di Germania e Regno Unito e superiori a quello di Francia, Olanda e Svezia; 3) se si considera la remunerazione oraria dei Consiglieri calcolata in base al tempo dedicato a consigli e comitati, essa risulta inferiore nei settori più regolamentati (finanziari e utilities) e nettamente inferiore alla media europea. Più in

⁵⁷ Assonime, *La corporate governance in Italia*, Dicembre, 2014, p. 120

particolare la remunerazione oraria per la partecipazione ai comitati è notevolmente inferiore di quella per la partecipazione ai consigli.

Dall'altro, può essere opportuno esplorare, per una parte del compenso degli AI, la costruzione di sistemi di incentivi ancorati a specifici indicatori che si muovano coniugando la prospettiva di un miglioramento dei risultati societari nel lungo termine con la conservazione dei presidi prudenziali e di rischio. Si potrebbe fare riferimento a parametri il più possibile slegati da risultati e contingenze di breve periodo; quindi, non utili o margini annuali, ma, ad esempio, l'incremento della capitalizzazione di Borsa della società dall'inizio alla fine del mandato, ipotizzando il reinvestimento dei dividendi. Per quanto imperfetto, questo criterio fornisce con certezza una misura dell'incremento di valore ed è sufficientemente sintetico ed onnicomprensivo da non essere troppo condizionato da vicende o situazioni contingenti. Per prevenire, poi, azioni potenzialmente interessate all'ottenimento di un vantaggio nella retribuzione variabile, si potrebbe "spalmare" il pagamento di questa componente su tre esercizi successivi al mandato, per garantire un potere di revoca, almeno in parte, del pagamento stesso nel caso di emersione di ipotesi di "mala gestio" durante o dopo il mandato oggetto di valutazione, secondo una pratica, peraltro, già diffusa in molte società.

Questi parametri potrebbe poi essere ulteriormente presidiati da limiti massimi sia in percentuale che in valore assoluto, anche con riferimento alla componente fissa, commisurata al grado di impegno e partecipazione ai diversi organi societari (e l'eventuale ridotta o insufficiente partecipazione dovrebbe comportare una corrispondente diminuzione se non azzeramento di ogni forma di retribuzione), ma anche ad una "forbice" proporzionale calcolata sui compensi fissi degli apicali non esecutivi (ad esempio il presidente).

Accanto, o in alternativa, ai parametri quantitativi potrebbero essere prese in considerazione metodologie qualitative. Non vi è dubbio che tali metodologie comportino inevitabili elementi di soggettività e siano esposte a rischi di condizionamento ambientale, ma è sempre più diffusa la prassi, attraverso i processi di auto valutazione, di verificare e attestare la qualità del lavoro degli organi societari al di là di dati meramente formali (frequenza, durata, partecipazione nelle riunioni, qualità della formalizzazione delle stesse, ecc.), con l'apporto di soggetti "terzi", che formulano un giudizio indipendente sul funzionamento della *governance*, anche sulla base di un campione sufficientemente ampio di realtà consimili. In presenza di valutazioni elevate di questi parametri qualitativi, da considerare sempre nell'arco dell'intero mandato, si potrebbe corrispondere una componente di remunerazione variabile situata nella parte alta di un *range* predeterminato nei limiti da massimi e minimi.

È evidente che quelle appena accennate sono soltanto prime indicazioni senza alcuna pretesa di esaustività e che presuppongono, oltre che ovvi e maggiori approfondimenti, il realizzarsi di ulteriori condizioni. Così, se da un lato una diversa struttura retributiva dovrebbe coniugarsi con più puntuali e rigidi vincoli in termini di numero dei mandati e di impegno nella società, dall'altro è del tutto evidente che il successo delle valutazioni qualitative presuppone solidi presidi a tutela della professionalità e della reale indipendenza del terzo valutatore (ad esempio rispettando principi di alternanza e di permanenza non prolungata nel ruolo).

Non vi è dubbio, però, che una riflessione su questi temi meriti di essere avviata perché su questo terreno il rafforzamento, nella sostanza, del ruolo degli AI potrebbe trovare nuove potenzialità. Così come non vi è dubbio che le singola società, pur in un quadro di limiti condiviso, dovranno attenersi al criterio della trasparenza che sollecita a trovare soluzioni che siano chiare e "narrabili" ad un mercato di analisti e investitori sempre più attivo.

BIBLIOGRAFIA

Fonti normative

D.P.R. 28/12/2000 n. 445

T.U.F. (Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58)

T.U.B. (Testo Unico Bancario, D.Lgs. 1° settembre 1993 n. 385) 1993, n. 385

Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia per le banche (circolare n. 285 del 17 dicembre 2013)

Disposizioni di Vigilanza di Banca d'Italia per gli Intermediari Finanziari (2014, consultazione conclusa, disposizione non ancora pubblicata)

Codice di Autodisciplina di Borsa italiana

Regolamento Emittenti (emanato dalla Consob con deliberazione n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche)

Regolamento Mercati (emanato dalla Consob con deliberazione n. 16191 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche)

Istruzioni al Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

Regolamento Parti Correlate (emanato dalla Consob con deliberazione n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche)

CNDCEC, *Norme di comportamento del collegio sindacale*, testo in vigore dal 1° gennaio 2012.

FONTI BIBLIOGRAFICHE

Assonime, *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comly-or-explain* (anno 2014), dicembre 2014.

Basso R., *Disposizioni di vigilanza delle banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Banca d'Italia, Roma, 2013.

Beltratti A., & Stulz R. M., *The credit crisis around the globe: why did some banks perform better?* *Journal of Financial Economics*, 105, 2012.

Bianchi L.A., *Il T.U.F. e il Consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Rivista delle società*, fascicolo 4° luglio-agosto 2014.

Bianchi M., Ciavarella A., Enriques L., Novembre V., Signoretti R., *Regulation and self-regulation of related party transactions in Italy*. Quaderno Consob 75, 2014.

Boeker W., & Goodstein J., *Performance and successor choice: the moderating effects of governance and ownership*. *The Academy of Management Journal* (36), 1993.

Capolino O. e D'Ambrosio R. (2009), *“La tutela penale dell'attività di Vigilanza”*, Banca d'Italia, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Numero 67 – Ottobre.

Consob, *2014 Report on corporate governance of italian listed companies*, n.3 december 2014.

- Coughan A.T., Schmidt R.M., *Executive compensation, managerial turnover and firm performance: an empirical investigation*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 7, n. 1/3, 1985.
- Crespi-Cladera R., Pascual-Fuster B, *Does the independence of independent directors matter?* Journal of Corporate Governance, 2013, article in press.
- Demsetz H., *The structure of ownership and the theory of the firm*, Journal of Law and Economics, Vol. 26, n. 2, 1983.
- Di Battista, M.L., Lippi, A., Schwizer, P., *Independent directors and governance ratings: evidence from Italian listed companies*. Reshaping commercial banking in Italy: new challenges from leading to governance. 19th Report Fondazione Rosselli , Edibank, 2014.
- Di Rienzo S., *La remunerazione dei consiglieri non esecutivi: evidenze quantitative e considerazioni qualitative* in Cera M. e Lener R. (a cura di), Remunerazioni e Manager Uomini (d'oro) e no in Analisi Giuridica dell'Economia, n. 2, 2014.
- Drisaldi R., *Gli amministratori indipendenti nella disciplina e nella prassi: comparazioni e riflessioni*, in Società, 2014.
- Duchin, R., Matsusaka, J., & Ozbas, O., *When are outside directors effective?* Journal of Financial Economics, vol. 96, no. 2, 2010.
- Fahlenbrach, R., Low, A., & Stulz, R., *The dark side of outside directors: do they quit when they are needed most?* Unpublished working paper. Columbus, OH: Ohio State University, 2010.
- Fama, E., & Jensen, M., *Separation of ownership and control*. Journal of law and economics, 26, 1983.
- Farinha, J., *Dividend policy, corporate governance and the managerial entrenchment hypothesis: an empirical analysis*. Journal of Business Finance and Accounting (30), 2003.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D., *Strategic Leadership. Top Executives and Their Effects on Organisations*. Minneapolis/St. Paul: West Publishing Company, 1995.
- Ghezzi F. , *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti P, Bianchi L.A., Ghezzi F., Notari M., *sub art. 2409-septiesdecies e sub art. 2409-octiesdecies*, Milano, EGEA, 2006, p. 223 ss.
- Gupta, M., & Fields, L.P., *Board Independence and Corporate Governance: Evidence from Director Resignations*. Journal of Business Finance Accounting, vol. 36, no. 1-2, 2009.
- Habbash M., Xiao L., Salama A, Dixon R., *Are independent directors and supervisory directors effective in constraining earnings management?* Journal of finance, accounting and Management, 5(1), Jan 2014.
- Hu, A., & Kumar, P., *Managerial entrenchment and payout policy*. Journal of financial and quantitative analysis (39), 2004.
- Hsu-Huei, H., Paochung, H., Haider A.K., & Yun-Lin, Y., *Does the Appointment of an Outside Director Increase Company Value? Evidence from Taiwan*. Emerging Markets, Finance Trade, vol. 44, no. 3, 2008.

Hwang B-H, Kim S, It Pays to have friends, 2012 recuperabile al sito www.bhwang.com/a_research/z_papers/2_it%20pays%20to%20have%20friends.pdf

Iachino M., *Cosa pensano gli Indipendenti sul loro ruolo*, in La Voce degli Indipendenti, n.20, agosto 2014.

Kent, P., & Stewart, J., *Corporate Governance and Disclosures on the Transition to International Financial Reporting Standards*, Accounting and Finance, no. 48, 2008.

Kesner I., Victor B., & Lamont B., *Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of Fortune 500 companies*. The Academy Management Journal (29), 1986.

Kim, H., & Lim, C., *Diversity, outside directors and company valuation: Korean evidence*. Journal of Business Research, vol. 63, no. 3, 2010.

Knyazeva A., Knyazeva D, & Masulis R., *The supply of corporate directors and board independence*. Review of financial studies (26), 2013.

Lee Y.-C., Wang M.C., *Does the appointment of independent directors drive multiple effects?* The international journal of business and finance research, Vol. 8, n. 1, 2014.

Magnani P., *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Piergaetano Marchetti, Luigi Arturo Bianchi, Federico Ghezzi, Mario Notari, *sub art. 2409-duodecies*, Milano, EGEA, 2006, p. 124 -125.

Mallin, C. (2004). Corporate governance. Oxford: Oxford University Press.

McPherson M., Smith-Lovin L., and M.Cook J., *Birds of a Feather: Homophily in Social Networks*, Annual Review of Sociology, Vol. 27: 415-444 (Volume publication date August 2001).

Marchetti P., Stefanelli V., *Does the compensation level of outside directors depend on its personal profile? Some evidence from UK*. Journal of Management & Governance, Vol. 13, 2009.

Masulis R., & Mobbs S., *Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market*. The Journal of Finance, Vol. 66, n. 3, June, 2011.

Masulis R., & Mobbs S., *Independent director incentives: where do talented directors spend their limited and energy?* SSRN, Novembre, 2013.

Milli M., *L'amministratore indipendente nel sistema di corporate governance delle S.p.A.*, a cura di Salvatore Mazzamuto e Enrico Moscati, Torino, Giappichelli, 2013, p. 25 ss.

Monks, R., & Minow, N. (2003). Corporate governance, 3rd edn. Madden, MA: Blackwell Publishing Ltd.

Mooweon, R., & Ji-Hwan, L., *The signals outside directors send to foreign investors: evidence from Korea*. Corporate governance: an international review, Vol. 16, n. 1, January, 2008.

Rigotti M., in Magnani P., *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Piergaetano Marchetti, Luigi Arturo Bianchi, Federico Ghezzi, Mario Notari, *sub art. 2399*, Milano, EGEA, 2006, p. 64 ss.

Rose J. M., Rose A. M., Strand Norman C., Mazza C. R. (2/2014) Will Disclosure of Friendship Ties between Directors and CEOs Yield Perverse Effects? , *The Accounting Review*, Vol.89, No.4 July2014 http://aaahq.org/newsroom/Friendship_Between_Directors.pdf

Rubin A., & Segal D., *Directors skill and financial reporting quality*. SSRN , October, 2013.

Salanitro N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, Giappichelli, 2010, p. 378 ss.

Salinas F, *Il nuovo diritto societario*, a cura di Guido Bonfante, Oreste Cagnasso, Paolo Montalenti, *sub. art. 2387*, Bologna, Zanichelli, 2004, p. 718.

Sharma V., *Independent directors and the propensity to pay dividends*. *Journal of Corporate Finance* (17), 2011.

Stain G., & Plaza S., *The role of independent director in CEO supervision and turnover*. *Business School University of Navarra* , Study 133, January, 2011.

Tamburi e Associati, *Manuale di Corporate Governance*, Bollettino delle Privatizzazioni e della Corporate Governance, a cura del CESPEP, 2000.

Taranto F., *I compensi degli Indipendenti*, in *La voce degli Indipendenti* n.6, gennaio 2011.

Vafeas, N., *Board Meeting Frequency and Firm Performance*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, 1999.

Vella F., *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca Impresa società* n.2, 2014.

Vafeas N., *Length of board tenure and outside director independence*. *Journal of business finance and accounting*, 30, 2003.

Wade J., O'reily C., & Chandratat I., *Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence*. *Administrative Science Quarterly* (35), 1990.

Warner J.B., Watts R.L., Wruck K.H., *Stock prices and top management changes*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, n. 1, 1988.

Weisbach M., *Outside directors and CEO turnover*. *Journal of financial economics* (20), 1988.

White L., *Executive compensation and dividend policy*. *Journal of corporate Finance* (2), 1996.

Yatim, P., Kent, P., & Clarkson, P., *Governance Structures, Ethnicity, and Audit Fees of Malaysian Listed Firms*, *Managerial Auditing Journal*, 21, 2006.

Zhara S., & Pearce J., *Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model*. *Journal of Management* (2), 1989.

SITOGRAFIA

<http://www.law.du.edu/index.php/corporate-governance/independent-director/orchard-enterprises-inc.-in-re>

<http://www.cooley.com/final-NYSE-rules-for-compensation-committees-and-compensation-consultants-legal-counsel-and-other-advisers>

<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/05/09/exchange-rules-on-independence-of-compensation-committee-members/>

<http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1031&context=bblj>

<http://www.theracetothetbottom.org/independent-directors/>

http://www.americanbar.org/publications/blt/2013/02/keeping_current.html

Appendice

Box 1 Gli Amministratori indipendenti negli Statuti di 50 principali società quotate

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
Eni	€ 68.473,87			Almeno 1 nel caso di assemblea formata da 5 almeno 3 con assemblea con più di 5		01-mag-14
Intesa Sanpaolo	€ 42.000,35		art.148 comma 3 TUF			02-ott-14
Unicredit	€ 39.152,36		TUF e Codice di Autodisciplina delle Società Quotate	Almeno 3 secondo il TUF e un numero di Amministratori pari a quello previsto dal Codice di Autodisciplina delle Società Quotate deve possedere i requisiti di indipendenza indicati dal Codice di Autodisciplina stesso		31-mar-14
Enel	€ 39.145,24			Almeno 2 devono essere presentati per ogni lista, e gli amministratori totali vanno da 3 a 9		30-lug-14
Generali	€ 26.042,44		Art.148 comma 3 TUF	Non meno di 11 e non più di 21 in assemblea, 1/3 deve essere indipendente		11-giu-14
Luxottica	€ 19.969,83		Art 147-ter comma 4 TUF	Almeno uno, o almeno 2 se l'assemblea è formata da più di 7 componenti		30-set-14
Tenaris	€ 19.793,12	<i>"the definition of "independent" under the rules of the exchanges on which the Company's securities are listed differ in some non-material respects from the definition contained in its articles of association"</i>				06-giu-11

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale modifica di statuto</u>	<u>Data di riferimento statuto</u>
Telecom Italia	€ 17.667,18			Consiglio compreso tra 7 e 19 con esponenti del genere rappresentato 1/3 del totale		01-set-14
Atlantia	€ 16.401,56			almeno 1 se l'assemblea è composta da 7 amministratori o almeno 2 se sono più di 7		01-dic-13
Snam	€ 14.728,39	Ai sensi del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 25 maggio 2012, recante "Criteri, condizioni e modalità per adottare il modello di separazione proprietaria della società Snam S.p.A. ai sensi dell'art. 15 della legge 24 marzo 2012, n. 27", gli amministratori non possono rivestire alcuna carica nell'organo amministrativo o di controllo né funzioni dirigenziali in eni S.p.A. e sue controllate, né intrattenere alcun rapporto, diretto o indiretto, di natura professionale o patrimoniale con tali società		Almeno 1 con consiglio <= a 7 almeno 3 consiglio >7		01-mar-13
Enel Green Power	€ 10.586,00			Almeno 2 con consiglio compreso tra 7 e 13		10-mag-13
Fiat fino al 12 ottobre poi diventa FCA	€ 9.628,67		Previsti dalla legge nonché di quelli previsti dal codice di comportamento in materia di governo societario al quale la società ha dichiarato di aderire.		Amministratori esecutivi sono in maggioranza nel Cda non dice nulla sugli indipendenti	12-ott-14

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
Arena	€ 9.355,19		Requisiti stabiliti dalla legge	Almeno 1 o 2 con assemblea con più di 7 membri		17-gen-12
Saipem	€ 8.719,67		requisiti per i sindaci di società quotate, la maggioranza degli amministratori deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti dalla Consob per gli Amministratori di società quotate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società quotata	Almeno 1 se amministratori ≤ 7 almeno 3 se > 7		15-lug-14
Terna - Rete Elettrica Nazionale	€ 8.041,58		Articolo 148, comma 3, TUF e ogni altra informazione o dichiarazione richiesta dalla disciplina, anche regolamentare, applicabile e dallo statuto;	almeno 1/3 degli amministratori con arrotondamento all'unità inferiore in caso di numeri frazionati		27-mag-14
Exor	€ 7.683,53		Requisiti di indipendenza previsti dalla legge nonché di quelli previsti dal codice di comportamento in materia di governo societario al quale la società ha dichiarato di	Il 1 candidato di ogni lista (al numero 1 della lista) deve avere requisiti d'indipendenza, quindi dovrebbero essere almeno 2		02-lug-13

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
			aderire.			
Unipolsai	€ 7.039,40		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 2 candidati per ogni lista e nel caso siano solo 2 non possono essere messi nelle posizioni finali della lista		07-gen-14
Mediobanca	€ 6.794,69		Art.148 comma 3 del TUF; Codice di Autodisciplina	Almeno 3 devono avere i requisiti dell'art 148 TUF e almeno 1/ 3 deve rispettare anche i requisiti del codice di autodisciplina per le quotate		21-ago-14
Ubi Banca	€ 6.400,79		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 1 in un consiglio formato da minimo 7 e massimo 9 consiglieri		29-mag-14
Pirelli & C	€ 6.077,11		Rimanda a normativa, legge regolamento			31-mag-13
Banco Popolare	€ 4.938,39		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 3 (secondo art 148) almeno 10 devono rispettare requisiti del codice di autodisciplina [i requisiti possono cumularsi nella stessa persona]		01-giu-14
Mediolanum	€ 4.722,22		Requisiti previsti dalla legge		Ogni lista che contenga un numero di candidati non superiore a 7 deve prevedere ed identificare almeno un candidato avente i requisiti richiesti dal TUF.	19-set-14

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
Parmalat	€ 4.564,82			Numero non inferiore a quello previsto dalla legge pro tempore		26-nov-13
Mediaset	€ 4.271,79		Norme di legge pro tempore vigenti	2 per ogni lista il numero finale dipende dalla normativa vigente		15-mag-13
Finmeccanica	€ 3.753,01		norme di legge vigenti	Almeno 2		25-set-14
Prysmian	€ 3.608,83		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 1 con consiglio < o = a 7 almeno 2 se il consiglio >7		01-ott-14
Campari	€ 3.594,98					17-mag-12
Salvatore Ferragamo	€ 3.587,64		Art.148 comma 3 TUF	N- non inferiore di quello previsto dalla legge		19-dic-13
Gtech	€ 3.449,31		Previsti dalla legge	N. adeguato, e comunque non inferiore di quello previsto dalla legge		01-ott-14
Moncler	€ 3.265,78		Stabiliti da legge o disposizioni regolamentari	Almeno tre; consiglio formato da: 11 a 13		28-mar-14
Unipol	€ 3.197,49		Stabiliti da legge o disposizioni regolamentari	Almeno 2 per lista		13-gen-14
Tod'S	€ 2.975,97		Art 147 ter TUF	Almeno 2 candidati per lista		27-apr-11
Hera	€ 2.956,39		Art.148 comma 3 TUF e Codice di autodisciplina	almeno 2 per lista		01-lug-14
Banca Monte Paschi	€ 2.943,36		Requisiti di legge, e del Codice di Autodisciplina	Almeno 2 e comunque pari a 1/3 dei candidati		07-lug-14

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
Siena						
Azimut Holding	€ 2.855,81		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 1 per lista, e almeno 2 nel caso l'assemblea sia formata da più di 7 soggetti		14-mar-11
A2a	€ 2.810,84		Art.148 comma 3 TUF e Codice di Autodisciplina	Almeno 2 per lista		16-giu-14
Banca Pop Emilia Romagna	€ 2.726,40		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 2 per lista		16-set-14
Recordati	€ 2.601,08		Art.148 comma 3 TUF	Minimo previsto dalla normativa		17-mag-12
World Duty Free	€ 2.556,12		Normativa vigente			01-ott-13
Banca Generali	€ 2.500,91		Normativa vigente	Limiti stabiliti dalla legge		01-ott-14
De' Longhi	€ 2.455,66		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 2 per lista		07-gen-13
Credito Emiliano	€ 2.452,85		Requisiti stabiliti dalla legge	I primi nomi nelle liste sono degli amm. Ind.		01-apr-12
Buzzi Unicem	€ 2.434,73		Art.148 comma 3 TUF, nel caso di assemblee con più di 7 consiglieri l'art. 147 ter, comma 4, del TUF	Almeno 2 per lista		29-nov-13
Acea	€ 2.208,91		Previsti dalla legge, dalla normativa applicabile e dal Codice di Autodisciplina.	N. previsto dalla legge		24-gen-13

<u>Società</u>	<u>Capitalizzazione</u>	<u>Definizione di AI</u> (fornita dalla società)	<u>Richiamo a definizioni</u>	<u>n. AI</u>	<u>eventuale</u> <u>modifica di statuto</u>	<u>Data di</u> <u>riferimen</u> <u>to statuto</u>
Sias	€ 2.183,06		Vigente normativa	Almeno 2 per lista	N. di amministratori secondo le disposizioni di legge	16-set-14
Banca Pop Milano	€ 2.146,08		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 1 consiglio di gestione formato da 5 consiglieri		21-dic-13
Italcementi	€ 2.000,24		Vigente normativa	N. non inferiore di quello previsto dalla legge		08-lug-14
Brembo	€ 1.959,14		Art.148 comma 3 TUF	Almeno 1 (o 2 nel caso + di 7 membri)		29-apr-14
Diasorin	€ 1.753,54		Art.148 comma 3 TUF	N. non inferiore di quello previsto dalla legge		09-gen-13
Erg	€ 1.715,32		Art.147 comma 3 TUF	Almeno un candidato (o 2 nel caso di consiglio con+ di 7) per lista		18-dic-12

EGO n. 3, 2015, M.L. Di Battista (a cura di), "Il punto sugli amministratori indipendenti", Supplemento a La voce degli Indipendenti - ISSN 2284-3450

Il paragrafo 1 è stato redatto da M.L. Di Battista, il paragrafo 2 da Romina Guglielmetti; il paragrafo 3 da Livia Aliberti Amidani, il paragrafo 4 da Rosa Cervellone, i paragrafi 5 e 6 da M.L. Di Battista e A. Lippi; il par. 7 da M.L. Di Battista, Giorgio Ghiglieno e F. Vella; l'Appendice è stata curata da Giulia Gozzi.