

Anno 10 – Numero 21

14 novembre 2012

NORMATIVA, GIURISPRUDENZA, DOTTRINA E PRASSI

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

DIRETTA DA ORESTE CAGNASSO E MAURIZIO IRRERA

COORDINATA DA GILBERTO GELOSA

IN QUESTO NUMERO:

- **RISERVE E FONDI: OPERAZIONI SUL
CAPITALE SOCIALE**
- **FALSE INFORMAZIONI AL MERCATO**
- **RIAPERTURA DEL FALLIMENTO**

ItaliaOggi



DIREZIONE SCIENTIFICA
Oreste Cagnasso – Maurizio Irrera

COORDINAMENTO SCIENTIFICO
Gilberto Gelosa

La *Rivista* è pubblicata con il supporto
degli Ordini dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili
di:

Bergamo, Biella, Busto Arsizio, Casale Monferrato,
Crema, Cremona, Lecco, Mantova, Monza e Brianza,
Verbania



NDS collabora con la rivista:



VÍA CRISIS
Revista Electrónica de Derecho Concursal

SEZIONE DI DIRITTO FALLIMENTARE

a cura di Luciano Panzani

SEZIONE DI DIRITTO INDUSTRIALE

a cura di Massimo Travostino e Luca Pecoraro

SEZIONE DI DIRITTO TRIBUTARIO

a cura di Gilberto Gelosa

SEZIONE DI PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

a cura di Marco Casavecchia

SEZIONE DI TRUST E NEGOZI FIDUCIARI

a cura di Riccardo Rossotto e Anna Paola Tonelli

COMITATO SCIENTIFICO DEI REFEREE

Carlo Amatucci, Guido Bonfante, Mia Callegari, Oreste Calliano, Maura Campra, Matthias Casper, Stefano A. Cerrato, Mario Comba, Maurizio Comoli, Paoloefisio Corrias, Emanuele Cusa, Eva Desana, Francesco Fimmanò, Toni M. Fine, Patrizia Grosso, Javier Juste, Manlio Lubrano di Scorpaniello, Angelo Miglietta, Alberto Musy, Gabriele Racugno, Paolo Reviglionio, Emanuele Rimini, Marcella Sarale, Giorgio Schiano di Pepe

COMITATO DI INDIRIZZO

Carlo Luigi Brambilla, Alberto Carrara, Paola Castiglioni, Luigi Gualerzi, Stefano Noro, Carlo Pessina, Ernesto Quinto, Mario Rovetti, Michele Stefanoni, Mario Tagliaferri, Maria Rachele Vigani, Ermanno Werthhammer

REDAZIONE

Maria Di Sarli (coordinatore)

Paola Balzarini, Alessandra Bonfante, Maurizio Bottoni, Mario Carena, Marco Sergio Catalano, Alessandra Del Sole, Massimiliano Desalvi, Elena Fregonara, Sebastiano Garufi, Stefano Graidì, Alessandro Monteverde, Enrico Rossi, Cristina Saracino, Marina Spiotta, Maria Venturini

HANNO COLLABORATO A QUESTO NUMERO

Amal Abu Awwad, Francesco Bavagnoli, Cristina Florio, Alberto Gallarati, Anna Gardella, Lorenzo Gelmini, Gabriella Iermano, Michele Mozzarelli, Marina Spiotta, Giuseppe A. M. Trimarchi

INDICE

	<i>Pag.</i>
STUDI E OPINIONI	
<i>Riserve e fondi: le operazioni sul capitale sociale</i> di Giuseppe A. M. Trimarchi	11
<i>Atti di disposizione da parte del comunista senza il consenso degli altri</i> di Giuseppe A. M. Trimarchi	55
<i>Amministratori di fatto e direttori generali solo di diritto</i> di Marina Spiotta	76
<i>L'interesse imprenditoriale proprio o altrui: appunti sul rapporto tra la capogruppo e gli amministratori della società soggetta a direzione e coordinamento</i> di Michele Mozzarelli	102
<i>Prime considerazioni sulla legge applicabile al danno patrimoniale da false informazioni al mercato</i> di Anna Gardella	135
<i>Segregazione, organizzazione e controllo nell'interesse dei creditori dell'impresa in crisi</i> di Alberto Gallarati	155
<i>Gli amministratori indipendenti: alcuni spunti per un possibile miglioramento</i> di Francesco Bavagnoli, Cristina Florio e Lorenzo Gelmini	183
<i>L'usucapibilità della quota di s.r.l.</i> di Gabriella Iermano	201
DIRITTO FALLIMENTARE	
<i>La riapertura del fallimento nel concordato</i> di Amal Abu Awwad	219
SEGNALAZIONI DI DIRITTO COMMERCIALE	231
SEGNALAZIONI DI DIRITTO TRIBUTARIO	235

SOMMARIO

STUDI E OPINIONI

Riserve e fondi: le operazioni sul capitale sociale

Il lavoro affronta il tema della utilizzabilità delle riserve e dei fondi ai fini delle operazioni di aumento gratuito e della riduzione per perdite del capitale sociale.

di **Giuseppe A. M. Trimarchi**

Atti di disposizione da parte del comunista senza il consenso degli altri

Il lavoro, ripercorrendo gli orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sulla problematica della costruzione su suolo comune da parte di un comunista senza il consenso degli altri, affronta, nello specifico, il tema della legittimazione a disporre del bene costruito.

di **Giuseppe A. M. Trimarchi**

Amministratori di fatto e direttori generali solo di diritto

L'articolo analizza le due figure di «gestori in senso lato» della società e propone alcune riflessioni sulle interazioni tra fatto e diritto.

di **Marina Spiotta**

L'interesse imprenditoriale proprio o altrui: appunti sul rapporto tra la capogruppo e gli amministratori della società soggetta a direzione e coordinamento

Entro determinati limiti la capogruppo è autorizzata a imporre alla società figlia direttive vincolanti. Tali direttive incidono sul comportamento degli amministratori della società diretta. Il lavoro ha come oggetto la valutazione di tale comportamento con specifico riferimento alla diversa condotta e al diverso obbligo di motivazione imposti agli amministratori al variare dell'interesse perseguito dalla capogruppo attraverso l'attività di direzione e coordinamento. Alla luce di questa valutazione viene infine proposta una definizione dell'ambito all'interno del quale opera il «privilegio di gruppo».

di **Michele Mozzarelli**

SOMMARIO

Prime considerazioni sulla legge applicabile al danno patrimoniale da false informazioni al mercato

Il diritto europeo dei mercati finanziari prevede l'introduzione negli Stati membri di una normativa sulla responsabilità civile degli emittenti per false informazioni al mercato; a tale obbligo, peraltro, non corrisponde una specifica norma di conflitto che ne individui la legge applicabile. L'applicazione della legge del luogo in cui si è verificato il danno, prevista dal Regolamento Roma II, è problematica sia per la difficoltà di localizzare il danno meramente patrimoniale, sia perché espone gli emittenti ad una pluralità di leggi applicabili. Per razionalizzare tali fattispecie, la dottrina ha quindi elaborato criteri che individuano una sola legge applicabile.

di **Anna Gardella**

Segregazione, organizzazione e controllo nell'interesse dei creditori dell'impresa in crisi

L'Autore prende in esame tre caratteristiche del trust – segregazione, regole di organizzazione e capacità di unire il controllo su alcuni diritti verso i terzi, mantenendo frammentati gli interessi tra diversi titolari – al fine di dimostrare come possano esser efficientemente impiegate a vantaggio dei creditori dell'impresa in crisi.

di **Alberto Gallarati**

Gli amministratori indipendenti: alcuni spunti per un possibile miglioramento

Il presente lavoro contribuisce all'approfondimento di uno dei temi centrali del dibattito in materia di corporate governance – i.e., il ruolo degli amministratori indipendenti all'interno del sistema dei controlli aziendali – adottando una prospettiva sia giuridica, sia economico-aziendale.

Dopo il necessario inquadramento normativo, infatti, il tema viene esaminato, in primis, alla luce della letteratura e delle best practice in materia di controllo e, successivamente, alla luce delle evidenze empiriche riscontrate nel panorama delle società quotate alla Borsa Valori di Milano, fornendo – in conclusione – alcuni spunti di riflessione sulla definizione di indipendenza e sul ruolo degli amministratori indipendenti all'interno dei Consigli di Amministrazione e nel più ampio sistema dei controlli aziendali.

di **Francesco Bavagnoli, Cristina Florio e Lorenzo Gelmini**

SOMMARIO

L'usucapibilità della quota di s.r.l.

Lo scritto affronta il problema della usucapibilità della quota di società a responsabilità limitata, nel caso di indebita o erronea attribuzione di essa (o di parte di essa) ad un soggetto differente dal legittimo titolare, che ne risulti, pertanto, formalmente intestatario. La verifica dei presupposti di applicabilità dell'istituto dell'usucapione passa necessariamente per l'esame della natura giuridica della quota ed, in particolare, della sussumibilità della relativa nozione in quella di bene suscettibile di possesso prolungato, che delimita l'ambito di applicazione della disciplina dell'usucapione. Isolando l'attenzione sulla partecipazione in società a responsabilità limitata, l'A. motiva una posizione fortemente critica nei confronti della usucapibilità della quota: soluzione non imposta, peraltro, neppure dalla necessità di assicurare un sufficiente livello di Rechtssicherheit e di Verkehrssicherheit. Obiettivi, questi ultimi, la cui realizzazione non implica, infatti, necessariamente l'adozione di una nozione giuridica di quota di partecipazione in società riportata forzatamente negli angusti confini di quella di bene oggetto di possesso, ma che è comunque assicurata – più linearmente e nei limiti in cui ciò sia imposto dalle effettive esigenze di tutela dei terzi e del mercato – dalle regole interne del diritto societario, e segnatamente dal particolare regime di circolazione delle partecipazioni sociali, affidato ad un sistema di opponibilità ai terzi basato sull'efficacia delle iscrizioni pubblicitarie.

di **Gabriella Iermano**

DIRITTO FALLIMENTARE

La riapertura del fallimento nel concordato

Il tema della riapertura del fallimento a séguito dell'annullamento e della risoluzione del concordato fallimentare impone di ricostruirne la disciplina, atteso che la stessa si risolve in un mero richiamo di altre disposizioni: occorre dunque verificare se ed entro che limiti queste ultime possano trovare applicazione. Il principio cardine, alla luce del quale inquadrare il problema, è rappresentato dalla stabilità degli effetti prodottisi con il concordato.

di **Amal Abu Awwad**

GLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI: ALCUNI SPUNTI PER UN POSSIBILE MIGLIORAMENTO

Il presente lavoro contribuisce all'approfondimento di uno dei temi centrali del dibattito in materia di corporate governance – i.e., il ruolo degli amministratori indipendenti all'interno del sistema dei controlli aziendali – adottando una prospettiva sia giuridica, sia economico-aziendale.

Dopo il necessario inquadramento normativo, infatti, il tema viene esaminato, in primis, alla luce della letteratura e delle best practice in materia di controllo e, successivamente, alla luce delle evidenze empiriche riscontrate nel panorama delle società quotate alla Borsa Valori di Milano, fornendo – in conclusione – alcuni spunti di riflessione sulla definizione di indipendenza e sul ruolo degli amministratori indipendenti all'interno dei Consigli di Amministrazione e nel più ampio sistema dei controlli aziendali.

di **FRANCESCO BAVAGNOLI, CRISTINA FLORIO E LORENZO GELMINI**

1. Premessa

Il ruolo degli amministratori indipendenti è diventato, nel corso degli ultimi anni, un importante tema di ricerca nel filone di studi sulla buona *corporate governance*, trovando spazio per interessanti approfondimenti sia nei Paesi di *common law*, sia in quelli di *civil law*. Ciò in quanto il ruolo degli amministratori indipendenti appare di particolare momento in entrambi i contesti: nell'ambito dei Paesi di *common law* (nei quali, peraltro, la figura stessa dell'amministratore indipendente è sorta), quale meccanismo di contemperamento degli interessi – talora non allineati – della proprietà e del *top management*; nell'ambito dei Paesi di *civil law*, invece, quale strumento di relazione degli azionisti di controllo nei confronti delle *minorities* (cfr., per un approfondimento di tale diverso ruolo degli amministratori indipendenti nei due sistemi normativi, R.V. Aguilera, *Corporate Governance and director accountability: an institutional comparative perspective*, *British Journal of Management*, 2003, n. 16; J. Weimer, J.C. Pape, *A taxonomy of systems of corporate governance*, *Corporate Governance: An International Review*, 1999, n. 7).

In sintesi, l'amministratore indipendente viene chiamato a bilanciare assetti di potere che rischiano di essere protesi a favore del *top management* o di taluni azionisti

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

di maggioranza, nel primo e nel secondo contesto rispettivamente, con l'alea che sia gli uni sia gli altri possano estrarre – in ultima istanza – “benefici privati” dalla gestione aziendale (M. Reboa, *Il monitoring board e gli amministratori indipendenti*, Giurisprudenza Commerciale, 2010, n. 4).

In tale ottica, inoltre, l'amministratore indipendente potrebbe esercitare, di fatto, un ruolo affine – almeno in parte – a quello degli amministratori eletti direttamente dalle *minorities* (R. Rordorf, *Gli amministratori indipendenti*, Giurisprudenza commerciale, 2007, I).

Peraltro, ad oggi, non esiste, neanche volgendo lo sguardo alla letteratura internazionale, una definizione pienamente condivisa di indipendenza, benché tale requisito sia unanimemente considerato come centrale ai fini dei modelli di *corporate governance* (A. Zattoni, F. Cuomo, *How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of Good Governance Codes*, British Journal of Management, 2010, n. 21).

È allora tenendo a mente tali considerazioni – che ispirano e informano, in ultima analisi, la ragione stessa del fenomeno degli amministratori indipendenti – che occorre approfondire, più in particolare, la nozione di indipendenza e le attività svolte da tali amministratori, così da verificare se sia possibile ritrovare – in tali elementi (definizione e attività) – consonanza con le motivazioni più rilevanti per l'esistenza di tale categoria di amministratori.

2. Gli amministratori indipendenti: inquadramento normativo

Nel contesto normativo italiano attualmente esistono due differenti modelli di indipendenza degli amministratori:

- a) quello relativo alle società non quotate;
- b) quello relativo alle società quotate.

A sua volta, l'indipendenza delle società non quotate si declina in:

- a1) indipendenza “legale”;
- a2) indipendenza “statutaria”.

Con riferimento alle società non quotate, infatti, l'indipendenza si ravvisa *ex lege* (pertanto, si parla di indipendenza “legale”):

- nel sistema monistico, con riguardo al Consiglio di amministrazione e al Comitato per il controllo sulla gestione (art. 2409-*septiesdecies* e *octiesdecies* c.c.), laddove in entrambi gli organi i requisiti di indipendenza sono quelli previsti per i sindaci di cui all'art. 2399 c.c. (richiesti per almeno un terzo dei membri nel caso del Consiglio di amministrazione e per la totalità dei componenti del Comitato);

- nel sistema dualistico, con riguardo al Consiglio di sorveglianza (art. 2409-*duodecies* c.c.), laddove il Consiglio stesso deve essere composto esclusivamente da membri che abbiano, di fatto, la maggioranza dei requisiti di indipendenza previsti per i sindaci e indicati appunto nell'art. 2399 c.c..

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Nulla è detto in merito all'indipendenza nel sistema tradizionale (o trialistico; cfr. N. Salanitro, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, Banca Borsa e titoli di credito, 2008, n. 1), in quanto in tale modello il controllo di legalità è già presidiato dal Collegio sindacale.

La seconda graduazione di indipendenza, quella “statutaria”, è riconosciuta:

- nel sistema trialistico, allorquando l'art. 2387 c.c. prevede che “[...] 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 [...]”;

- nel sistema monistico, in forza dell'art. 2409-*septiesdecies* c.c., il quale in effetti contiene una previsione simile alla precedente, per la quale “[...] almeno un terzo dei componenti del consiglio di amministrazione deve essere in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399, primo comma, c.c. e, se lo statuto lo prevede, di quelli al riguardo previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati [...]”;

- nel sistema dualistico, per estensione e per analogia rispetto ai sistemi di *governance* indicati nei punti precedenti, secondo quanto rilevato da numerosi Autori (cfr. *inter alios* N. Salanitro, *op.cit.*).

Con riferimento alle società quotate, invece, sono gli artt. 147-*ter* e 147-*quater* del D.Lgs. n. 58/1998 a definire la presenza, in seno ai modelli trialistico, monistico e dualistico, degli amministratori indipendenti. All'approfondimento delle norme in parola è dedicato il paragrafo che segue.

3. Gli amministratori indipendenti nel T.U.F.

Gli artt. 147-*ter* e 147-*quater* individuano – come sopra anticipato – il numero e le caratteristiche qualitative degli amministratori indipendenti.

Con segnato riferimento a tale ultimo aspetto, peraltro, l'art. 147-*ter* chiarisce al quarto comma che gli amministratori “[...] devono possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 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 [...]”.

A sua volta, l'art. 148, comma 3, inibisce l'attribuzione della carica di sindaco (e, quindi, di amministratore indipendente) a:

“[...] a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art. 2382 del codice civile;

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;

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

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 da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza [...]”.

L'elencazione contenuta nel T.U.F. sembra – a differenza invece di quella del Codice di Autodisciplina, commentata nel paragrafo seguente – “chiusa”, nel senso che non sono previste eccezioni né in senso estensivo (cioè, ulteriori fattispecie di assenza di indipendenza) né in senso restrittivo (cioè, i punti sopra citati non costituiscono mere presunzioni di assenza di indipendenza, da corroborare con ulteriori elementi di fatto).

Questa rigidità normativa, peraltro, trova un parziale correttivo al punto c), là dove i legami di lavoro autonomo, subordinato, patrimoniale o professionale che “compromettano l'indipendenza” non sono oggetto di un'esplicita misurazione.

È chiaro allora che, così ragionando, anche il T.U.F. non fornisce una casistica pienamente esaustiva della nozione di indipendenza, in quanto due situazioni giuridicamente identiche (*i.e.*, un candidato ad amministratore che svolge attività professionale nei confronti della società) possono condurre a due risultati – in termini di indipendenza – differenti, a seconda del “giudizio di valore” formulato in tema di “intensità” del rapporto professionale con l'emittente.

Occorre ricordare, invero, che alcuni orientamenti professionali appaiono utili, nel caso di specie, a meglio fornire un ragionevole perimetro entro cui collocare le “altre” attività professionali svolte dal consigliere indipendente.

Si prendano, per esempio, le “Norme di comportamento” che i dottori commercialisti sono invitati ad osservare nel caso in cui esercitino l'attività di sindaco, comparabile – nel caso di specie – a quella di amministratore indipendente. La versione più recente delle norme in parola (aggiornata a fine dicembre 2011) prevede lo sviluppo di un algoritmo basato:

a) in primo luogo, sul rapporto tra gli emolumenti complessivi a qualunque titolo percepiti dalla società, direttamente o attraverso una rete di colleganza, e gli emolumenti totali del professionista;

b) in seguito, sulla verifica del rapporto tra gli emolumenti percepiti in qualità di sindaco e gli emolumenti complessivi percepiti dalla società, direttamente o attraverso una rete di colleganza,

prevedendo situazioni difformi in materia di rischio di “non indipendenza finanziaria” (come è esplicitamente definita nelle Norme) a seconda dell'evoluzione “reciproca” di entrambi i sopra citati rapporti.

È ben vero, peraltro, che le Norme di comportamento non “impongono”, bensì “suggeriscono” e “propongono” comportamenti virtuosi, basandosi su generali principi di deontologia professionale, così come un sindaco/amministratore indipendente

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

potrebbe comunque, qualora lo ritenga opportuno, utilizzare parametri più stringenti di quelli previsti dalle Norme stesse.

4. Gli amministratori indipendenti nel Codice di Autodisciplina delle società quotate

Anche il Codice di Autodisciplina delle società quotate – che, per quanto ad adesione volontaria, è diventato nel tempo un barometro importante per misurare la *compliance* di una società ai migliori *standard* di *governance* e che, in ogni caso, attraverso il noto meccanismo del *comply or explain* (cfr. per esempio il c.d. “Cadbury Report”, 1992, punto 3.7), consente di apprezzare immediatamente l’attitudine di ciascuna società verso la cultura e i valori del controllo – contiene importanti precisazioni in merito agli amministratori indipendenti, dei quali viene proposta una definizione più ampia e parzialmente difforme rispetto a quella esaminata in precedenza (cfr. per tutti D. Regoli, *Gli amministratori indipendenti*, Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006).

Al riguardo, l’art. 3 del Codice di Autodisciplina – nella versione del dicembre 2011, attualmente vigente – individua (e poi commenta) i principi e i criteri applicativi relativi agli amministratori indipendenti.

In particolare:

- il principio 3.P.1. descrive l’indipendenza come lo stato di coloro che “[...] non intrattengono, né hanno di recente intrattenuto, neppure indirettamente, con l’emittente o con soggetti legati all’emittente, relazioni tali da condizionarne attualmente l’autonomia di giudizio [...]”;

- il principio 3.P.2. individua soggetti, periodicità e modalità di comunicazione dell’accertamento dei requisiti di indipendenza; in effetti “[...] l’indipendenza degli amministratori è valutata dal consiglio di amministrazione dopo la nomina e, successivamente, con cadenza annuale. L’esito delle valutazioni del consiglio è comunicato al mercato [...]”.

Merita rilevare, con riferimento al secondo alinea, che l’attuale versione del Codice di Autodisciplina recepisce una novità rispetto alla precedente, là dove viene meglio precisata la periodicità (annuale, appunto) di rilevazione del grado di indipendenza degli amministratori.

I criteri applicativi (dal 3.C.1. al 3.C.6.) (i) elencano alcune fattispecie “tipiche” per le quali un amministratore non è, in genere, indipendente e (ii) precisano meglio, rispetto ai principi, le tecnicità relative all’analisi della vigenza della condizione di indipendenza.

Il primo punto appare, ad evidenza, particolarmente delicato, in quanto il Codice di Autodisciplina contiene sì, per un verso, un’elencazione di casi nei quali l’indipendenza appare compromessa, ma al contempo degrada la portata dell’elencazione stessa che (i) non è tassativa e (ii) costituisce in ogni caso soltanto un

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

indizio di non indipendenza, non essendo quindi – tale elencazione – né sufficiente né necessaria per la piena configurazione di tale fattispecie.

Vi è di più, peraltro.

L'elencazione contiene situazioni che alternativamente (i) sono *tranchant*, per quanto pur sempre vincibili da prova contraria (per esempio, il caso in cui un possibile amministratore indipendente è stato amministratore dell'emittente per più di nove anni negli ultimi dodici anni) o (ii) appaiono a loro volta complesse e ricche di sfumature articolate (per esempio, le “significative” relazioni commerciali, finanziarie o professionali intrattenute dal possibile amministratore indipendente con l'emittente o con soggetti a questa collegati).

L'unico parametro quantitativo previsto dal Codice di Autodisciplina è, sul punto, rappresentato dal numero di amministratori indipendenti.

In effetti, “[nel caso degli emittenti appartenenti al FTSE MIB, n.d.r.] almeno un terzo del consiglio di amministrazione è costituito da amministratori indipendenti. Se a tale quota corrisponde un numero non intero, quest'ultimo è arrotondato per difetto. In ogni caso gli amministratori indipendenti non sono meno di due [...]” (cfr. il criterio 3.C.3.).

Con riferimento all'analisi del mantenimento dello *status* di amministratore indipendente, i criteri applicativi del Codice di Autodisciplina rilevano i seguenti aspetti principali:

a) la periodicità trova il proprio limite “massimo” a livello annuale, in quanto il “[...] ricorrere di circostanze rilevanti ai fini dell'indipendenza [...]” (cfr. il criterio 3.C.4.) fa scattare la necessità di accertamento dal parte del Consiglio di amministrazione;

b) l'assetto e l'equilibrio dei vari attori del controllo impone al Collegio sindacale di verificare la corretta applicazione dei criteri e delle procedure di accertamento adottati dal Consiglio per valutare l'indipendenza dei propri membri (cfr. il criterio 3.C.5.);

c) da un punto di vista informativo, l'attività svolta dal Consiglio di amministrazione è comunicata al mercato e, successivamente, nella relazione del governo societario (cfr. il criterio 3.C.4.); similmente, l'esito dei controlli svolti dal Collegio sindacale è reso noto al mercato nell'ambito della relazione sul governo societario o della relazione dei sindaci all'assemblea (cfr. il criterio 3.C.5).

A completamento dei principi e dei criteri applicativi sopra riportati il Codice di Autodisciplina contiene, in conclusione, un commento piuttosto articolato sugli stessi.

I principali spunti di interesse che emergono sono i seguenti:

a) l'indipendenza è un atteggiamento mentale e, allo stesso tempo, una situazione di fatto, che deve essere valutata (come già richiamato nei principi e nei criteri applicativi) facendo più riferimento alla sostanza che alla forma;

b) l'indipendenza è misurata, in genere, come la “distanza” tra l'amministratore (indipendente, appunto) e gli amministratori esecutivi; peraltro, “[...] negli emittenti con

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

proprietà concentrata, o dove sia comunque identificabile un gruppo di controllo, pur continuando a sussistere la problematica dell'allineamento degli interessi degli amministratori esecutivi con quelli degli azionisti, emerge altresì l'esigenza che alcuni amministratori siano indipendenti anche dagli azionisti di controllo o comunque in grado di esercitare un'influenza notevole [...]”;

c) il perimetro dell'indipendenza viene esaminato con particolare cautela, cercando di mettere in luce come anche situazioni non riconducibili, astrattamente, alla perdita del requisito dell'indipendenza (per esempio: la nomina di un amministratore indipendente dell'emittente in società controllanti o controllate) debbano essere in ogni caso ponderate attentamente;

d) non esiste un nesso eziologico immediato tra il tipo di nomina dell'amministratore (da parte della maggioranza o della minoranza) e la sua qualifica come non indipendente o indipendente, rispettivamente; in effetti, “[...] è possibile che gli amministratori indipendenti vengano proposti dagli stessi azionisti di controllo. D'altra parte, la circostanza che un amministratore sia espresso da uno o più azionisti di minoranza non implica, di per sé, un giudizio di indipendenza di tale amministratore: questa caratteristica va verificata in concreto, secondo i principi e i criteri sopra delineati [...]”.

Qualora si voglia proporre una ricostruzione sinottica dell'orientamento del Codice di Autodisciplina sulla materia degli amministratori indipendenti, allora, pare in primo luogo apprezzabile lo sforzo – da parte del Codice stesso – di non imbrigliare la definizione di “indipendenza” all'interno di un complesso di vicende monolitico; così come, similmente, quello di non lasciare una piena libertà di scelta da parte del Consiglio di amministrazione, che deve pur sempre ispirarsi – nella formazione del proprio giudizio – ad una valutazione equilibrata del grado di “distacco” professionale e di giudizio di cui si fa portatore l'amministratore indipendente.

Altrettanto positivo, in questa direzione, è il tentativo di consigliare – attraverso le prescrizioni del Codice – un modello valutativo basato su due stadi: quello della valutazione da parte del Consiglio di amministrazione, da condursi sulla base di principi generali più che di riferimenti puntuali e vincolanti, e quello della *disclosure* e della trasparenza verso il mercato.

Secondo questa logica (in primo luogo, valutazione; in seguito, informativa al mercato), diventa comprensibile il paragrafo del Codice secondo cui “[...] il Comitato non ritiene utile indicare nel Codice precisi criteri sulla base dei quali debba essere giudicata la loro rilevanza. Si richiede all'emittente di dare trasparenza al mercato sui criteri quantitativi e/o qualitativi eventualmente utilizzati [...]”.

Anche una lettura cronologica del Codice di Autodisciplina, che prenda a parametro le innovazioni apportate nel corso della sua ultima revisione, ne fa apprezzare alcuni positivi miglioramenti: il fatto che siano stati proposti alcuni “limiti” – per esempio in termini di periodicità dell'accertamento dell'indipendenza e di numerosità

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

dei membri; così come l'ampliamento del contenuto informativo in punto di amministratori indipendenti e l'attenzione rivolta ai possibili rischi di annacquamento, all'interno dei gruppi societari, dell'indipendenza (così come risulta dal punto c) del commento, sopra riportato).

Inoltre, l'approccio del Codice di Autodisciplina, improntato ad una responsabilizzazione dei Consigli di amministrazione, dovrebbe poter consentire – e questo costituisce naturalmente uno dei *desiderata* principali degli estensori del Codice stesso – di formulare giudizi, in merito all'indipendenza (o meno) di un soggetto, più vicini all'effettività e alla sostanza del rapporto che non alla sua mera forma; e, così facendo, un approccio svincolato da parametri “meccanici” e aprioristici sembra essere, se sviluppato correttamente, ragionevole e apprezzabile.

Tutto ciò premesso, tuttavia, occorre anche rilevare come la geometria parzialmente “variabile” proposta dal Codice di Autodisciplina possa condurre, di fatto, ad un grado troppo elevato di discrezionalità da parte dei Consigli di amministrazione, che – suffragato a propria volta da informative non pienamente trasparenti – rischia di depotenziare di fatto l'intera architettura degli amministratori indipendenti, sulla quale riposano invero – in modo importante – alcuni dei principi chiave proposti dal Codice medesimo.

Da ultimo, qualora si voglia esaminare comparativamente (con segnato riferimento al profilo dell'indipendenza) il Codice di Autodisciplina con il T.U.F., emergono, da un lato, una maggiore flessibilità di valutazione concessa dal Codice stesso e, dall'altro lato, un suo perimetro definitorio che vi si sovrappone soltanto parzialmente (si pensi, per esempio, al fatto che l'assenza di relazioni significative deve sussistere non soltanto nei confronti degli amministratori esecutivi ma anche dei soci di controllo; cfr. D. Regoli, *op.cit.*). E' anche interessante considerare, in ottica comparatistica, come la struttura e i meccanismi di funzionamento dei Consigli di amministrazione (e, quindi, anche la struttura e il funzionamento degli amministratori indipendenti) siano demandati – in genere – proprio ai Codici di Autodisciplina, piuttosto che alle fonti normative in senso stretto, come il T.U.F. nel contesto nazionale (cfr., con segnato riferimento ai Paesi europei, S. Goulding L. Miles, A. Schall, *Judicial enforcement of extra-legal codes in UK and German company law*, European Company and Financial Law Review, 2005, n. 2).

5. Gli amministratori indipendenti e le società quotate in Italia: la ricerca Assonime sulle relazioni in materia di *corporate governance*

Nel febbraio 2012, Assonime ha reso pubblici gli esiti di un'indagine, svolta sulla quasi totalità delle società quotate al Mercato Telematico di Milano al 31 marzo 2011, avente per oggetto l'aderenza al Codice di Autodisciplina nelle relazioni in materia di *corporate governance* disponibili al 31 luglio 2011.

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Con riferimento al punto che qui rileva, ossia la figura degli amministratori indipendenti, emergono, in particolare, i seguenti elementi.

Presenza degli amministratori indipendenti nei Consigli di amministrazione

Il Consiglio di amministrazione “tipo” è formato per il 36% da amministratori indipendenti (nell’accezione proposta dal Codice di Autodisciplina), percentuale lievemente differenziata a seconda della dimensione (sempre più diffusi, a partire dalle “small cap” sino alle società appartenenti al FTSE MIB).

In misura quasi contro-intuitiva, peraltro, il numero medio degli amministratori indipendenti è inferiore nel settore finanziario rispetto agli altri settori.

Da ultimo, le previsioni più recenti del Codice di Autodisciplina in materia di numerosità degli indipendenti (ovvero: almeno un terzo, per le società del FTSE MIB; non meno di due, in ogni caso) trovano già conferma, al luglio 2011, nell’84% e nell’89%, rispettivamente, delle società esaminate.

Nozione di indipendenza

Per quanto riguarda la natura del rapporto di “indipendenza” – se derivante dal T.U.F. o dal Codice di Autodisciplina, oppure da entrambi – l’informazione è disponibile per n. 1.140 consiglieri, pari al 98% del totale.

Di questi:

- n. 989 consiglieri (87% del totale) sono indipendenti ai sensi sia del T.U.F. sia del Codice di Autodisciplina;

- n. 96 consiglieri (8% del totale) sono indipendenti ai sensi del solo T.U.F.;

- n. 55 consiglieri (5% del totale) sono indipendenti ai sensi del solo Codice di Autodisciplina;

- ci sono anche casi sporadici, peraltro, di amministratori qualificati come esecutivi ma in possesso, in ogni caso, dei requisiti di indipendenza previsti dal T.U.F..

Con riferimento al giudizio, da parte del Consiglio di Amministrazione, in merito ai requisiti di indipendenza degli amministratori – anche alla luce della sopra citata non tassatività del Codice di Autodisciplina – emerge quanto segue:

- il 26% delle società ha disapplicato uno o più criteri proposti dal Codice di Autodisciplina in materia di definizione di rapporti di indipendenza; in particolare sono stati ritenuti indipendenti (i) soggetti in carica da oltre 9 anni; (ii) soggetti con incarichi in controllate; (iii) soggetti con *cross-directorship*, remunerazioni aggiuntive o appartenenza alla rete della società di revisione; (iv) soggetti con legami familiari con persone che ricadono in una delle tipologie precedenti;

- sembra peraltro diffondersi, in modo sempre più frequente, l’adozione di un approccio “sostanzialista”, svincolato dal rispetto di parametri predeterminati *ex ante* e collegato, appunto, alla prevalenza della sostanza di “indipendenza” rispetto alla mera forma del rapporto; infatti, soltanto 8 società comunicano l’adozione esplicita di criteri quantitativi e/o qualitativi predeterminati, così come piuttosto frequente è il caso di emittenti che, pur aderendo totalmente al Codice di Autodisciplina, hanno però valutato

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

positivamente, in concreto, la sussistenza del rapporto di indipendenza anche quando l'applicazione "meccanica" di un criterio previsto dallo stesso Codice porterebbe a classificare il rapporto medesimo come di "non indipendenza"; l'esempio che appare in tal senso più fisiologico è proprio quello della permanenza ultranovennale;

Partecipazione degli amministratori indipendenti ai Comitati interni al Consiglio di amministrazione

Sono ampiamente rispettate le previsioni del Codice di Autodisciplina in materia di partecipazione degli amministratori indipendenti ad alcuni comitati interni al Consiglio di amministrazione; infatti:

- il Comitato di Controllo Interno (ora soppresso e sostituito, come noto, dal Comitato Controllo e Rischi) è composto in maggioranza da amministratori indipendenti, nel 93% dei casi;

- il Comitato Remunerazione è composto in maggioranza da amministratori indipendenti, nel 90% dei casi (percentuale costante sulle ultime due rilevazioni ma in netta crescita rispetto alle precedenti).

Remunerazione degli amministratori indipendenti

Per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori indipendenti, da ultimo, i risultati principali dell'indagine sono di seguito riportati:

- in generale, la remunerazione media dei consiglieri non esecutivi ammonta ad Euro 57 migliaia;

- la loro remunerazione, come peraltro quella degli amministratori in generale, varia in rapporto alla dimensione dell'emittente, risultando più contenuta per le "small cap", superiore per le "mid cap" e oltre Euro 100 migliaia per le società appartenenti al FTSE MIB;

- per quanto riguarda le intersezioni tra la remunerazione degli amministratori che svolgono esclusivamente attività di amministratore indipendente e la remunerazione degli amministratori che, invece, svolgono anche attività di membro del Comitato di Controllo Interno e/o del Comitato Remunerazione si rilevano i seguenti, significativi elementi:

- gli indipendenti coinvolti, tra i Comitati interni al Consiglio di amministrazione, soltanto nel Comitato di Controllo Interno ricevono una remunerazione superiore del 15%;
- gli indipendenti coinvolti, tra i Comitati interni al Consiglio di amministrazione, soltanto nel Comitato Remunerazione ricevono una remunerazione inferiore del 3%;
- gli indipendenti coinvolti in entrambi i comitati ricevono una remunerazione inferiore del 19%. Quest'ultimo dato, peraltro, appare probabilmente influenzato dalla minor dimensione delle società che hanno effettuato tale scelta.

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

6. Alcuni spunti di riflessione

Dall'esame dei dati resi pubblici da Assonime, emerge uno scenario di sostanziale *compliance* alle disposizioni del Codice di Autodisciplina in materia di amministratori indipendenti, risultato coerente – peraltro – con numerosi studi internazionali che evidenziano – in effetti – un significativo livello di adesione ai c.d. “Codes of good governance” (D. Akkermans, H. van Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. Van Der Laan, T. Postma, A. van Witteloostuijn, *Corporate governance in the Netherlands: an overview of the application of the Tabaksblat Code in 2004*, Corporate Governance: An International Review, 2007, n. 15; si veda anche A. Zattoni, F. Cuomo, *op.cit.*, e l'ampia bibliografia ivi citata sul punto).

Tale assunto sembra prestare il fianco – però – alle critiche che, prendendo le mosse dai numerosi esempi di cattiva gestione societaria degli ultimi anni, disconoscono l'efficacia degli attuali sistemi di *corporate governance* e, di fatto, l'efficacia dell'operato degli stessi amministratori indipendenti.

Tali tesi sono incompatibili? E' ammissibile che il rispetto formale del Codice di Autodisciplina e l'insoddisfazione crescente verso i modelli attuali di *governance* coesistano?

Sulla base di questi interrogativi, di seguito vengono formulate alcune riflessioni, che si auspica possano contribuire al dibattito sul tema in esame.

In primo luogo, con segnato riferimento alla definizione di indipendenza, appare opportuno ricordare un'interessante presa di posizione (per quanto, piuttosto datata da un punto di vista temporale), contenuta nel *Working paper n. 1 “L'amministratore indipendente”*, predisposto nel 2004 dall'Associazione Nedcommunity, che accoglie appunto i Non-Executive-Directors e prestigiosi studiosi del diritto e delle scienze economico-aziendali.

Il documento citato esamina la nozione di “indipendenza” sulla scorta della rilevanza dei seguenti parametri:

- a) caratteristiche personali;
- b) legami;
- c) modalità di nomina;
- d) incarico esecutivo,

giungendo alle seguenti conclusioni: “[...] Dall'esame comparativo delle fonti infra indicate nella Parte Seconda di questo memorandum si possono già individuare alcuni indici comuni di “non-indipendenza”, quali, ad esempio: - rapporti commerciali con l'ente che superano una certa soglia espressa in termini monetari assoluti o in percentuale (i.e. il 5%) del fatturato dell'impresa fornitrice o dell'impresa beneficiaria; - relazioni professionali con l'ente che superano una certa soglia (i.e.: il 5% o Euro 200.000) del reddito dell'amministratore [...]”.

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Sembra di non poco momento, quindi, che in tale documento (i) vengano proposti indicatori – di massima – in merito all'intensità dei rapporti commerciali e delle relazioni professionali e (ii) tali indicatori siano quelli previsti, all'epoca, da Borsa Italiana per gli amministratori indipendenti, con specifico riferimento al comparto "STAR" (cfr. al riguardo la versione allora vigente delle "Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana").

Di nuovo, pertanto, si trovano a confronto un approccio più strettamente quantitativo, basato su soglie limite e importi massimi, e un modello più sostanziale che formale, maggiormente incentrato sulla verifica *de facto* dell'indipendenza, entrambi con gli elementi apprezzabili e le criticità prima indicate.

Inoltre, la vita concreta e l'agire economico delle società propongono senza soluzione di continuità fattispecie di non chiara ed univoca definizione, in termini appunto di indipendenza; infatti "[...] si tratta di un terreno "scivoloso" perché, pur in presenza di una definizione sostanzialmente chiara e internazionalmente condivisa nelle sue linee essenziali ("sono indipendenti coloro i quali non intrattengono e non hanno intrattenuto nel recente passato relazioni che a vario titolo ne possano condizionare l'autonomia di giudizio"), si presentano in concreto situazioni ibride, non riferibili solo al panorama nazionale, che lasciano aperte interpretazioni tra loro anche assai difformi [...]" (cfr. M. Reboa, *Il Consiglio di Amministrazione: Codici di Autodisciplina e nuovo diritto societario*, Rivista dei dottori commercialisti, 2005, n. 5).

Il tema degli amministratori indipendenti, peraltro, appare per sua stessa natura strettamente collegato al più ampio tema del funzionamento dei Consigli di amministrazione, cui gli amministratori stessi, in ultima istanza, partecipano.

In effetti, sono possibili numerose articolazioni – in concreto – delle attività dei Consigli di amministrazione, che possono alternativamente configurarsi come organismi (i) compatti e pienamente investiti del ruolo di "governatori" dell'agire aziendale; (ii) privi, all'estremo opposto, di reali poteri se non quelli di formale verifica e rispetto delle norme e dei regolamenti; (iii) che aggregano e coagulano al loro interno interessi ed istanze anche divergenti, in quanto espressione dei numerosi *stakeholder* della società.

È ben evidente, peraltro, che un Consiglio di amministrazione – consapevole del proprio (insostituibile) ruolo all'interno dei modelli di *corporate governance* – dovrebbe ispirare il proprio agire sia alla "gestione ad alto livello" (*rectius*, al governo), sia al monitoraggio e al presidio dei rischi aziendali, con particolare riguardo a quelli maggiormente significativi e ad alto impatto rispetto al *business model* prescelto.

Sulla scorta di quanto precede, allora, i Consigli di amministrazione non dovranno disperdere le proprie risorse:

a) in attività gestorie micro-manageriali, che – da un lato – facciano perdere di vista la visione d'insieme e la *mission* strategica e – dall'altro lato – rendano di fatto impossibile il monitoraggio della gestione medesima, in quanto effettuato dallo stesso soggetto che partecipa alla gestione;

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

b) in attività di mera *compliance* formale, che facciano invero passare in secondo piano il monitoraggio da parte degli amministratori, il quale – al contrario – deve essere di tipo sostanziale e, pertanto, avere per oggetto i rischi aziendali; con le efficaci parole di Reboa (M. Reboa, *op.cit.*), “si è pertanto scritto di *board* con compiti più di *auditing* che di *monitoring*, ovvero, per usare una colorata esemplificazione, di amministratori indipendenti che erano preoccupati di contare le lenticchie mentre bruciava il granaio”; peraltro, sul punto, anche la letteratura internazionale esorta gli amministratori indipendenti a svolgere un servizio di *monitoring task* (cfr. M. Huse, *Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioral perspectives of corporate governance*, British Journal of Management, 2005, n. 16; P. Stiles, B. Taylor, *Boards at work: how directors view their roles and responsibilities*, Oxford University Press, 2001).

Il punto che precede è, peraltro, in piena sintonia con il documento “Enterprise Risk Management-Integrated Framework”, rilasciato dal CoSO nel settembre 2004, che in effetti pone al centro delle attività d’impresa la gestione dei rischi e così si esprime – già nell’*executive summary*: “[...] Management considers the entity’s risk appetite in evaluating strategic alternatives, setting related objectives, and developing mechanisms to manage related risks [...]”.

Inoltre, il presidio dei rischi aziendali è diventato un tema di cardinale (ed esplicita) rilevanza anche nel Codice di Autodisciplina, laddove il Comitato di Controllo Interno è stato sostituito da un Comitato Controllo e Rischi, con una definizione quindi già chiara *in re ipsa*, che ha “[...] il compito di supportare, con un’adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del consiglio di amministrazione relative al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi [...]” (cfr. il principio 7.P.3. del Codice stesso).

Da ultimo, particolare enfasi è posta sul tema dell’identificazione e della gestione dei rischi aziendali anche dalla dottrina, secondo la quale “[...] un processo sistematico di valutazione del sistema di controllo interno, quindi, aiuta il management a meglio prevenire i rischi di business. La presenza di una filosofia basata sulla buona gestione, a tutti i livelli, aumenta visibilmente la capacità del personale di identificare quei rischi che minacciano la realizzazione degli obiettivi [...]” (cfr. M. Comoli, *I sistemi di controllo interno nella corporate governance*, Egea, 2002, e la bibliografia ivi citata).

Tanto premesso, è allora chiaro che un Consiglio di amministrazione attento alla gestione complessiva dei rischi aziendali deve includere gli amministratori indipendenti, la cui vocazione dovrebbe essere proprio quella di monitoraggio del c.d. *inherent risk* e delle relative politiche di copertura.

Vocazione, quest’ultima, che non può peraltro andare disgiunta da un’ulteriore considerazione: gli amministratori indipendenti non sono figure equivalenti ai sindaci e partecipano, invero, all’attività (di governo) del Consiglio di amministrazione e,

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

pertanto, il loro ruolo non può essere considerato soltanto in chiave dialettica (N. Salanitro, *op.cit.*).

Il ruolo degli amministratori indipendenti – di *monitoring* e di presidio della gestione aziendale – è stato di recente istituzionalizzato, peraltro, con riguardo alle “operazioni con parti correlate”.

Come noto, infatti, il Regolamento Consob (adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010) prevede, *inter alia*, che “[...] le delibere sulle procedure e sulle relative modifiche sono approvate previo parere favorevole di un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti o, per le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, da consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza indipendenti [...]” e che un parere non favorevole degli amministratori indipendenti possa essere superato soltanto dall’assemblea dei soci, che delibera, oltre che con le maggioranze ordinarie, anche con il voto favorevole della maggioranza dei soci non correlati (c.d. *whitewash*).

È evidente, in un simile contesto, la delicatezza delle attività (e del parere) degli indipendenti che non condiziona soltanto il compimento dell’operazione con la parte correlata, ma che potrebbe anche essere foriero, nel caso di parere sfavorevole e di ricorso quindi all’Assemblea, di significative complessità nell’interazione tra gli organi sociali (in particolare: Assemblea e Consiglio di amministrazione); sul punto, non vi è chi non veda “quanto questo percorso sia irto di ostacoli, di incognite e di potenziali rischi” (P. Montalenti, *Le operazioni con parti correlate*, Giurisprudenza commerciale, 2011, n. 3).

L’esame dei sopra citati punti porta a ritenere, pur tuttavia, che l’attuale modello (e il relativo funzionamento) degli amministratori indipendenti confligga – almeno parzialmente – con gli obiettivi che si auspicherebbe fossero realizzati grazie alla loro presenza nei *board* delle società.

In effetti:

- come chiarito nei punti precedenti, non esiste una nozione univoca di “indipendenza”, ad oggi; è quindi possibile che vengano nominati soggetti (i) di fatto non indipendenti, in quanto la scelta del Consiglio di amministrazione si è rivelata, *ex-ante* oppure *ex-post*, non corretta e/o (ii) privi dei necessari requisiti professionali per svolgere in modo efficace le attività di *monitoring* di cui si è discusso;

- il fatto stesso che i professionisti in qualche modo più contigui ad una società (e, quindi, probabilmente, quelli anche più esperti di uno specifico *business* e in grado di esaminare con concretezza e professionalità i rischi aziendali e le relative politiche di mitigazione) siano di fatto “esclusi” dagli incarichi di amministratore indipendente – appare, per un verso, il necessario corollario della definizione di indipendenza, ma rischia di prosciugare di fatto le capacità “critiche” e strategiche del *team* di consiglieri

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

indipendenti di una società; non si dimentichi, in questo senso, che “non-executive directors should bring to the board their past experience, which, together with their distance from the day-to-day running of the company, allows them to offer different perspectives from executives on strategic decisions” (J. Roberts, T. McNulty, P. Stiles, *Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: creating accountability in the boardroom*, British Journal of Management, 2005, n. 16).

- l'intensa legiferazione intervenuta a livello nazionale (leggi, regolamenti, informativa finanziaria in generale) disincentiva gli amministratori indipendenti dall'adozione di modelli di verifica associati al controllo dei rischi, appiattendoli invece su attività di *compliance* meramente formale alle (numerossime, appunto) fonti precettive;

- non sono state ancora individuate “metriche uniformi di generale accettazione” (M. Reboa, *op.cit.*) in grado di (i) misurare da un punto di vista qualitativo e quantitativo i rischi e (ii) definire idonei meccanismi di protezione, misurando a propria volta questi ultimi;

l'incalzante proliferazione di organi di controllo, con competenze soltanto parzialmente differenti e in numerosi casi sovrapposte, ha reso il sistema dei controlli ancora più complesso, fino a farlo diventare non più un positivo modello policentrico basato su diversi attori con competenze chiave differenti quanto, piuttosto (e *sic* nella *vulgata* di numerosi autorevoli Autori), un vero e proprio “reticolo”, con aree a rischio tipicamente presidiate da più operatori del controllo (per esempio: le procedure amministrativo-contabili, che sono oggetto di esame, per quanto da prospettive parzialmente disgiunte, da parte dei revisori, dei sindaci, degli amministratori indipendenti, dei vari comitati interni al Consiglio di amministrazione – in particolare, il Comitato di Controllo Interno – del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili-societari, dell'Organismo di Vigilanza *ex* Decreto 231/2001 e così via) e altre aree sulle quali le attività di ciascun organo sembrano invece arrestarsi ad un esame superficiale (in particolare, proprio i rischi aziendali e il *business model*);

- in modo simile a quanto sopra riportato, alcuni Autori hanno rilevato (come già indicato in precedenza) la parziale sovrapposizione di ruoli e la coincidenza tra le attività degli amministratori indipendenti e quelle degli amministratori eletti dalle *minorities* (cfr. R. Rordorf, *op.cit.*);

- in aggiunta all'interazione, non sempre feconda ed ordinata, tra i numerosi attori del controllo, in letteratura è stata anche sottolineata l'importanza di definire, direttamente all'Interno dei Consigli di amministrazione, “[...] board processes encouraging a culture of openness and constructive dialogue between executives and non-executives [...]”, che invece sono in molti casi assenti (cfr. C.B. Carter, J.B. Lorsch, *Back to the Drawing Board: Designing Corporate Boards for a Complex World*, Harvard Business School Press, 2004).

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Un altro tema che emerge, dall'analisi della letteratura, è l'intersezione tra il ruolo e le attività degli amministratori indipendenti, le attività del Comitato Remunerazione e – da ultimo – l'impatto che le remunerazioni stesse (qualora strutturate in modo non corretto) possono esercitare sul deterioramento dei modelli di governance.

L'ultimo punto appare pacifico, in dottrina, laddove si consideri quale significativa rilevanza abbiano esercitato, in concreto, modelli retributivi basati su orientamenti di breve periodo (cosiddetto *short-termism*), in numerosi casi associati a misure del rendimento del capitale quali il R.O.E. (notoriamente insufficiente, quantomeno nella sua manifestazione puntuale, ad esprimere le complessive istanze di remunerazione degli *stakeholder*).

Sul punto, basti considerare che, sin dal 2009, l'*European Corporate Governance Forum* ha individuato, all'interno delle determinazioni in materia di compensi agli amministratori delle società quotate europee, le seguenti patologie:

- a) sproporzione tra la parte variabile e la parte fissa del compenso;
- b) schemi retributivi particolarmente complessi;
- c) scarsa trasparenza informativa nei confronti degli *stakeholder*;
- d) il modello c.d. del *pay for failure*, inteso come la retribuzione agli amministratori nel caso di loro fuoriuscita dalla società; quasi un premio al fallimento (M. Campobasso, *I compensi degli amministratori delle società quotate: l'esperienza italiana*, Rivista delle società, 2011, n. 4);
- d) mancato allineamento con l'interesse della società nel lungo periodo;
- e) trattamenti economici per la perdita della carica (i c.d. *golden parachute*) sproporzionati.

In un contesto simile, la presenza di un Comitato Remunerazione, composto per la maggior parte da consiglieri indipendenti, appare positiva, e dovrebbe contribuire a rafforzare la coerenza delle delibere in materia di compensi agli amministratori con gli obiettivi di lungo periodo della società, rendendo le delibere stesse – di fatto – più resistenti ad eventuali censure (M. Campobasso, *op.cit.*).

Non si può non rilevare, pur tuttavia, come buona parte della dottrina appaia particolarmente severa sul punto; si vedano per tutti Bebchuck e Fried, i quali criticano aspramente la capacità di tale Comitato (e degli amministratori indipendenti che lo compongono) di determinare in modo coerente, opportuno ed adeguato il livello retributivo degli amministratori (L. Bebchuck, J. Fried, *Pay Without Performance*, Harvard University Press, 2004).

Più in generale, il tema della remunerazione degli amministratori indipendenti appare ancora dibattuto in letteratura, con particolare riferimento:

- alla natura del legame tra remunerazione ed efficacia delle attività di *monitoring* degli amministratori (in quanto remunerazioni significative potrebbero limitare l'indipendenza di giudizio degli amministratori nei confronti delle scelte strategiche del

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

top management, cui sono in qualche misura collegati, così come – peraltro – remunerazioni non soddisfacenti potrebbero disincentivarli a dedicare tempo ed attenzione allo svolgimento dei loro doveri; cfr. W. Shen, *Improve board effectiveness: the need for incentives*, British Journal of Management, 2005, n. 16);

- alla struttura delle remunerazioni (per esempio, nelle forme di *share option* o di *share grant*), laddove non è pacifico se il collegamento tra la remunerazione degli amministratori indipendenti e la *performance*, anche a medio-lungo termine, della società spinga o meno questi ultimi ad adottare comportamenti effettivamente virtuosi (cfr. B.S. Frey, M. Osterloh, *Yes managers should be paid like bureaucrats*, Journal of Management Inquiry, 2005, n. 14).

7. Conclusioni

La lettura degli esiti della ricerca condotta da Assonime, con specifico riferimento alla materia degli amministratori indipendenti, conferma un elevato grado di *compliance* degli emittenti alle previsioni del Codice di Autodisciplina.

Tuttavia, non possono essere sottaciute le pervasive ed intense critiche che gli attuali modelli di *corporate governance* hanno suscitato nel corso degli ultimi anni e che, di fatto, interessano anche la figura e la funzione degli amministratori indipendenti.

Quali sono, allora, gli aspetti in merito all'indipendenza che occorre meglio ponderare, nel prossimo futuro, con l'obiettivo di una crescita della qualità complessiva della *governance* aziendale?

Alla luce delle riflessioni svolte nel presente lavoro, sembra che i seguenti quattro elementi siano in ogni caso imprescindibili:

- nozione di indipendenza: il tema è dibattuto e viene già affrontato da numerosi documenti, sia normativi sia di prassi professionale; occorre però identificare una "regola aurea" (la c.d. *bright-line rule*) in grado di meglio penetrare la sostanza e la reale natura dell'indipendenza, a prescindere da approcci meramente formalistici;

- attività degli amministratori indipendenti: tale attività non può andare disgiunta da quella, più generale, del Consiglio di amministrazione cui appartengono, e dalla sua vocazione, che, lo si ribadisce, deve essere quella del "governo" più che della gestione, e del *monitoring* più che dell'*auditing*;

- remunerazione degli amministratori indipendenti: il punto è oggetto di intenso confronto in letteratura, con riferimento sia al *quantum* della remunerazione sia alla sua forma tecnica (*i.e.*, diretta oppure indiretta, per esempio attraverso la concessione di particolari diritti su strumenti finanziari); in ogni caso, occorre definire un modello di remunerazione che incentivi gli amministratori indipendenti a dedicare tempo e risorse alla loro posizione e che, al tempo stesso, non ne limiti le capacità critiche nei confronti del *top management*;

- ruolo degli amministratori indipendenti: tale ruolo deve essere apprezzato all'interno delle attività di controllo da parte dei numerosi attori che partecipano alla

STUDI E OPINIONI

AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

governance; in questo contesto, gli attori non possono agire come in un “reticolo” indistinto, bensì devono (i) individuare al loro interno una gerarchia e una specializzazione sulla base delle competenze distintive di ciascuno, così da sviluppare un complesso articolato policentrico, ma coordinato ed esaustivo, di attività, e (ii) condividere e formalizzare idonei meccanismi di funzionamento, anche dei Consigli di amministrazione, che esaltino il confronto costruttivo e il dialogo e ispirino in tutta la struttura aziendale un’efficace cultura del controllo