

Una valutazione della compliance con il Codice di Autodisciplina delle società quotate

Compliance for the Italian listed companies and the Corporate Governance Codes

In molti paesi si sono sviluppati codici sulla governance delle società quotate che forniscono indicazioni su aspetti quali il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura e il funzionamento dei comitati interni, i criteri di remunerazione e le procedure per l'approvazione di operazioni con parti correlate. In Italia il codice di regolamentazione, a differenza del Regno Unito, non è obbligatorio e periodicamente l'Assonime rileva lo stato di diffusione delle best practices nel mercato. Il lavoro presenta una verifica empirica sulle società quotate italiane ed evidenzia alcune aree di possibile miglioramento soprattutto dal punto di vista della compliance sostanziale.

**Marcello Bianchi,
Angela Ciavarella,
Valerio Novembre,
Rossella Signoretti**

Consob

Corporate Governance Codes are well developed among main countries and attain the role and the structure of the board, the role and function of internal committees, the fee structure and acceptance procedure for action with interrelated counterparties. Differently respect to other countries like the United Kingdom, in Italy the corporate governance code is not compulsory and periodically Assonime makes a survey about the implementation of these best practices in the Italian market. The article proposes an empirical analysis on the Italian market and point out the need of more substantial compliance for the Italian listed companies.

Questo contributo, anche in versioni differenti e/o aggiornate, potrebbe essere pubblicato in altre sedi

The article, in an updated and/or revised version, could have been published elsewhere

1 Introduzione

Negli ultimi dieci anni una crescente attenzione è stata dedicata al ruolo che la corporate governance svolge nei mercati dei capitali e, più in generale, nel sistema economico. Opinione ampiamente diffusa è che un buon sistema di governance migliori la performance delle imprese, garantisca un più elevato grado di trasparenza del mercato e tuteli maggiormente gli investitori.

Proprio per favorire lo sviluppo di sistemi di governance virtuosi, in linea con le migliori prassi internazionali, in molti paesi sono stati sviluppati e adottati dei codici di autodisciplina. Tali codici definiscono le caratteristiche ideali di un sistema di governance di impresa, fornendo indicazioni su una serie di aspetti rilevanti, come il ruolo e la composizione del consiglio di amministrazione, la struttura e il funzionamento dei comitati interni, i criteri di remunerazione e le procedure per l'approvazione di operazioni con parti correlate. I codici hanno natura volontaria e sono basati il più delle volte¹ sul sistema *comply or explain*, per il quale alle imprese non-compliant viene richiesto di esplicitare le ragioni della mancata ottemperanza. Solo in alcuni paesi, come il Regno Unito, la qualità della compliance viene monitorata da terzi e l'enforcement è assicurato dalla possibilità di azioni legali (De Long *et al.*, 2005).

Keywords: codice di autodisciplina, compliance formale, compliance sostanziale

Jel codes: G18, G34, G38

Le opinioni espresse nel lavoro sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza degli autori.

¹ Si vedano ad esempio i casi dell'Italia, del Regno Unito e dell'Irlanda (cf. Weil, Gothshal & Manges, 2002).

Le iniziative di autoregolamentazione hanno fin dall'inizio ricevuto forte attenzione da parte del mercato, dei regolatori e dell'accademia. In particolare, si è valutata la capacità dell'autoregolamentazione di incidere effettivamente sui comportamenti delle imprese, favorendo l'adozione di comportamenti virtuosi, in linea con le best practices suggerite. A tale proposito, appare rilevante la distinzione tra contesti in cui all'adozione volontaria dei codici di autodisciplina viene affiancato un adeguato sistema di enforcement, e contesti nei quali tale sistema non è presente.

Con riferimento al primo caso, l'esempio del Regno Unito sembra confermare la capacità dei codici di promuovere miglioramenti nella governance delle imprese. Ad esempio, in uno studio di Dahya *et al.* (2002) si analizzano gli effetti sul comportamento delle imprese derivanti dalla raccomandazione del *Cadbury Code* che richiede maggiore indipendenza del consiglio di amministrazione², sulla base dell'ipotesi che una maggiore indipendenza ne migliori il funzionamento e, in particolare, la capacità di controllo. Gli autori utilizzano come proxy della capacità di controllo del consiglio il grado di turnover del top management, che è altamente correlato con le performance delle imprese (a cattive performance segue un maggior turnover), basandosi sull'intuizione che un buon consiglio dovrebbe sostituire pronta-

² In particolare, il codice inglese richiede che il consiglio di amministrazione debba includere almeno tre amministratori indipendenti e che il medesimo individuo non possa rivestire contemporaneamente la carica di Presidente e Amministratore Delegato.

mente i managers in caso di risultati deludenti. Gli autori trovano che il grado di turnover del management, e la sua sensibilità ai risultati dell'impresa, siano aumentati in modo rilevante dopo l'adozione del codice, a testimonianza di una maggiore reattività e di un miglior funzionamento del consiglio di amministrazione.

Per quanto concerne invece i paesi nei quali non è previsto alcun meccanismo di enforcement, la capacità dell'auto-regolamentazione di incidere sui comportamenti delle imprese è messa maggiormente in discussione, in quanto si ritiene che l'adozione su base volontaria di codici di best practices, in assenza di un sistema di monitoraggio e controllo, possa non costituire un incentivo sufficiente a garantire la compliance³. A tale proposito, De Jong *et al.* (2005), guardando al caso olandese, dimostrano che l'introduzione del codice elaborato dal *Peters Committee* non ha portato ad un sostanziale miglioramento delle prassi di governance.

Nel caso italiano, la capacità del Codice di Autodisciplina di promuovere buone prassi di governance viene sistematicamente valutata da Assonime, che pubblica ogni anno un rapporto sullo stato di attuazione del Codice sul mercato azionario italiano. I risultati trovati da Assonime sono estremamente positivi, in quanto indicano che circa il 95% (94% nel 2007) delle società quotate si dichiara in linea con le previsioni del Codice⁴. Questo dato appare sorprendente per due ordini di ragioni. *In primis*, il livello di compliance osservato da Assonime è assai superiore a quello registrato in altri paesi europei, come ad esempio l'Olanda e il Portogallo dove, analogamente all'Italia, non esistono sistemi di monitoraggio ed enforcement del codice⁵. In secondo luogo, l'analisi di Assonime appare in contrasto con la gran parte della letteratura sulla corporate governance in Italia, il più delle volte scettica sulla qualità del nostro sistema (Volpin, 2002; Zingales, 1994; Nevona, 2003; Dick e Zingales, 2004; Bigelli *et al.*, 2007). Sebbene una possibile spiegazione potrebbe essere individuata nell'intrinseca debolezza dei contenuti del Codice, tale considerazione non appare suffragata dal confronto con le best practices internazionali a cui il Codice stesso è allineato. In realtà, la mancata corrispondenza tra il livello di compliance atteso e quello dichiarato dalle impre-

se potrebbe dipendere dal fatto che quest'ultimo non coincida esattamente con il livello di adesione effettivo. È questa l'ipotesi di lavoro che si vuole testare in questo studio.

Al fine di verificare empiricamente tale ipotesi, in questo lavoro viene condotta una valutazione analitica del livello di compliance con le previsioni del Codice, facendo riferimento ai principi relativi alle operazioni con parti correlate, che riguardano uno degli aspetti più importanti della corporate governance delle società italiane, in quanto si tratta di situazioni in cui l'interesse degli azionisti di controllo o dei manager (c.d. *insiders*) può divergere da quello degli azionisti di minoranza. Tale rischio assume particolare rilevanza nel mercato italiano, in cui la diffusione di assetti proprietari che vedono la presenza di azionisti di controllo può generare potenziali conflitti di interesse tra questi ultimi e le minoranze. Allo scopo di verificare e misurare la compliance con le raccomandazioni del Codice, è stato costruito un indicatore volto a misurare la qualità delle procedure interne stabilite dalle società per il compimento delle operazioni con parti correlate. L'indicatore si basa sull'analisi delle Relazioni sulla Corporate Governance, nelle quali le società quotate sono chiamate non solo a dichiarare la loro adesione alle raccomandazioni del Codice, ma anche a spiegare in quale modo esse siano state implementate. L'analisi considera tutte le 262 società quotate a fine 2007 sull'Mta.

I risultati confermano l'ipotesi che l'adozione delle best practices suggerite dal Codice per il compimento delle operazioni con parti correlate sia in realtà notevolmente più debole e differenziata di quanto formalmente dichiarato nelle Relazioni. A fronte di una dichiarazione di attuazione delle predette raccomandazioni quasi totalitaria tra gli emittenti, la compliance sostanziale si è rivelata molto meno diffusa sul mercato. In particolare è emerso che mentre l'85,9% del mercato è formalmente conforme alle raccomandazioni in esame, solo il 32,6% risulta averle implementate in modo soddisfacente rispetto ai parametri adottati in questo lavoro.

La differenza tra compliance formale e sostanziale è inoltre più elevata per società che operano in settori diversi da quello finanziario e per emittenti di minori dimensioni.

³ In tali contesti l'incentivo principale all'adesione ai principi suggeriti dai codici dovrebbe essere la «market discipline». Le imprese, nel decidere se aderire o meno alle raccomandazioni dei codici, dovrebbero tener conto della reazione da parte del mercato che, in linea di principio, dovrebbe premiare le imprese virtuose e punire le altre. In realtà, non vi sono evidenze empiriche che dimostrino l'efficacia di tale incentivo.

⁴ Cfr. i rapporti pubblicati da Assonime ed Emittenti Titoli nel 2007 e nel 2009, che analizzano il grado di implementazione delle previsioni del Codice rispettivamente negli anni 2006 e 2007.

⁵ Ad esempio, Alves e Mendes (2001) mostrano che, in media, le imprese quotate in Portogallo aderiscono a circa metà delle raccomandazioni.

Ulteriori variabili, relative alla struttura proprietaria, alla composizione dell'organo di amministrazione e all'attivismo degli investitori istituzionali, sembrano in grado di spiegare la qualità delle procedure interne in materia di operazioni con parti correlate. In particolare, la compliance sostanziale è più elevata nelle società la cui struttura del consiglio di amministrazione è più in linea con la migliore prassi, grazie alla presenza di amministratori indipendenti e di minoranza, e nelle quali gli investitori istituzionali partecipano alle assemblee.

L'articolo è organizzato come segue: il secondo paragrafo introduce il Codice di Autodisciplina in Italia, il terzo descrive la metodologia usata per sviluppare l'indicatore *Compliance on related party transactions*, *CoRe*. Il quarto paragrafo presenta le risultanze sul livello di compliance effettiva e le confronta con quanto dichiarato formalmente, mentre il quinto prova ad individuarne le determinanti. L'ultimo paragrafo conclude.

2 Il Codice di Autodisciplina delle società quotate

Il Codice italiano di Corporate Governance è stato pubblicato nel 1999 dal Comitato sulla Corporate Governance, promosso da Borsa Italiana con l'obiettivo di rafforzare la competitività del mercato finanziario italiano. All'origine di questa iniziativa vi era l'ipotesi che «il successo dell'economia italiana dipende anche dall'efficienza e dalla capacità di sviluppo delle imprese italiane, il cui accesso ai mercati finanziari, italiani e internazionali, costituisce una delle condizioni essenziali per la loro crescita»⁶.

Il Codice di Autodisciplina delle società quotate è stato in seguito rivisto nel 2006 al fine di aggiornare i suoi contenuti coerentemente con l'evoluzione delle migliori prassi internazionali e della legislazione interna in tema di diritto societario e protezione degli investitori⁷. Il Codice si basa sull'applicazione del principio *comply or explain*: la sua adozione è volontaria e, in caso di mancata compliance, le società devono spiegare i motivi per i quali hanno deciso di non ade-

rirvi⁸. Inoltre, le società che adottano il Codice devono assicurare trasparenza al mercato circa le previsioni a cui si sono allineate, specificando le modalità con cui esse sono state implementate⁹. Le previsioni del Codice sono distinte in Principi, Criteri applicativi e Commenti; l'obbligo informativo riguarda l'applicazione dei soli Principi e i Criteri applicativi, anche se gli emittenti «sono invitati a tenere conto delle indicazioni e degli auspici espressi nel commento riportato in calce a ciascun articolo».

Sebbene vi sia un obbligo di illustrare le motivazioni in caso di non adesione, il Codice non beneficia di alcun meccanismo di enforcement, né di un sistema di monitoraggio indipendente¹⁰ (così come definito da De Jong *et al.* (2005)). Il principale fattore che dovrebbe favorirne l'adozione è pertanto costituito dalle sanzioni di tipo reputazionale che il mercato dovrebbe comminare a quegli emittenti che non rispettano (o non rispettano in misura sufficiente) le raccomandazioni.

Tuttavia, l'efficacia di un sistema di disciplina di mercato risulta assai scarsa laddove non si verificano due presupposti. Da un lato, è necessario che gli emittenti assicurino al mercato una adeguata disclosure per quanto concerne l'adozione delle raccomandazioni del Codice e la relativa osservanza effettiva. Dall'altro lato, i partecipanti al mercato dovrebbero incaricarsi di valutare il reale livello di implementazione da parte delle società emittenti delle prassi consigliate dal Codice, così da poter poi tramutare una valutazione di compliance debole in una sanzione di mercato.

Al fine di valutare il grado di compliance degli emittenti con il Codice, è stato elaborato un indicatore ad hoc che si focalizza su uno degli aspetti più importanti della corporate governance, per il quale il Codice di Autodisciplina rappresenta attualmente il principale riferimento (auto)regolamentare¹¹: la disciplina della correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate (Opc).

La scelta di valutare la qualità della governance focalizzando l'attenzione su tale aspetto muove dalla considerazione che le operazioni con parti correlate possono rappresentare il principale canale di estrazione di benefici privati da parte degli *insiders*, specialmente in società caratterizzate da alto

⁶ Principio Introduttivo del Codice di Autodisciplina.

⁷ Cfr. D.Lgs. 310/2004 (c.d. Riforma Vietti) e L. 262/2005 (c.d. Legge sul Risparmio).

⁸ Il Principio Introduttivo afferma: «Qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni, fornisce adeguate motivazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione».

⁹ Il Principio Introduttivo afferma: «La società con azioni quotate («emittente») che aderisce, in tutto o in parte, al Codice ne dà annualmente informazione al mercato, nei termini e con le modalità stabilite dalle disposizioni di legge e di regolamento applicabili, precisando quali raccomandazioni del Codice siano state effettivamente applicate dall'emittente e con quali modalità. In alcuni casi, il Codice stesso chiarisce il contenuto delle informazioni da fornire al mercato».

¹⁰ Una valutazione del complessivo stato di attuazione del Codice è svolta annualmente da Assonime (con Emittenti Titoli). Le informazioni riguardanti l'implementazione del Codice stesso da parte di ogni società sono invece fornite dalle società medesime nella Relazione annuale sulla Corporate Governance o nella Relazione annuale sulla gestione.

¹¹ Più precisamente l'articolo 2391-bis c.c., introdotto dalla riforma del diritto societario del 2004, affida alla Consob il compito di definire principi generali in tema di competenza decisionale, di motivazione e di documentazione delle operazioni con parti correlate realizzate da società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio al fine di assicurarne la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale. Nell'aprile 2008 la Consob ha pubblicato una prima proposta di regolamentazione, seguita nell'agosto 2009 da una seconda proposta; la regolamentazione finale non è ancora stata emanata.

grado di concentrazione proprietaria. Infatti, come sottolineato da Bebchuck e Hamdani (2009), la valutazione della governance di società nelle quali è presente un azionista di controllo richiede che sia prestata particolare attenzione al modo in cui è disciplinato e gestito il compimento di operazioni la cui controparte sia l'azionista di controllo o soggetti ad esso collegati. Secondo gli stessi autori, tale aspetto assume invece minore rilevanza nelle public companies, nelle quali il management ha meno possibilità di intraprendere operazioni con parti correlate.

Le modalità con cui le società italiane gestiscono questo particolare aspetto delle loro prassi di governance sono rilevanti da due punti di vista. Primo, l'espropriazione degli azionisti di minoranza attraverso transazioni con azionisti di controllo o significativi ovvero con managers è un rischio primario in Italia, come suggerito da numerosi studi in tema di benefici privati del controllo. Tale rischio deriva dall'alto livello di concentrazione proprietaria nonché dalla diffusione di meccanismi di rafforzamento del controllo come le piramidi societarie, le azioni senza diritto di voto e le coalizioni¹². In secondo luogo, il Codice stesso stabilisce un obbligo di disclosure in tema di gestione delle operazioni con parti correlate, che non si limita alla dichiarazione di adesione o meno ai relativi principi, ma si estende alla descrizione della procedura adottata in conformità con essi.

L'indicatore *CoRe* è il primo che mira a valutare la qualità dei meccanismi di governance sulla base di un'analisi delle procedure in tema di *Opc* condotta a livello di singola società.

3 L'indicatore CoRe: metodologia

L'indicatore *CoRe* si basa sull'analisi delle Relazioni sulla Governance del 2007, nelle quali le società hanno dichiarato e illustrato le modalità di concreta implementazione delle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina in materia di operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori.

Le indicazioni rilevanti del Codice sono quelle enunciate dal Principio 1, riguardante il ruolo dell'organo di ammini-

strazione, e dal Principio 9, in tema di interessi degli amministratori e di operazioni con parti correlate. In breve, essi raccomandano che:

- il consiglio di amministrazione, sentito il comitato per il controllo interno¹³, adotti una procedura per l'approvazione e l'esecuzione di tali operazioni;
- la valutazione e l'approvazione delle operazioni di significativo rilievo (tra le quali sono comprese le *Opc*), così come definite dalle società stesse, siano affidate all'organo di amministrazione;
- l'organo di amministrazione definisca i criteri per identificare le operazioni la cui approvazione debba essere accompagnata dal parere preventivo del comitato per il controllo interno e/o dall'assistenza di esperti indipendenti;
- l'organo di amministrazione stabilisca soluzioni che facilitino l'identificazione e la gestione di quelle situazioni nelle quali uno o più amministratori siano portatori di un interesse.

Altre e più stringenti best practices sono suggerite nei commenti al Principio 9, al fine di assicurare la correttezza sia sostanziale che procedurale delle operazioni con parti correlate e una gestione appropriata degli interessi degli amministratori. Tra le prassi esemplificate per raggiungere il primo obiettivo, si trova «la previsione di un parere preventivo del comitato per il controllo interno, l'affidamento delle trattative ad uno o più amministratori indipendenti (o comunque privi di legami con la parte correlata), il ricorso ad esperti indipendenti (possibilmente selezionati da amministratori indipendenti)». Per la gestione delle operazioni in cui un amministratore abbia un interesse, anche in considerazione delle recenti modifiche legislative¹⁴, il Codice non raccomanda un dovere di astensione o allontanamento dalla riunione per i soggetti interessati. Tuttavia, sebbene la legge non fornisca alcun obbligo a tale riguardo, il Codice riconosce che la prassi che impone l'astensione o l'allontanamento degli amministratori interessati è in taluni casi prevista dalle società e rappresenta un presidio efficace che «può contribuire ad evitare o ridurre il rischio di alterazione della corretta formazione della volontà dell'organo di gestione».

¹² In tema di rischi di espropriazione nelle società a proprietà concentrata cfr. Gilson e Gordon (2003), Enriques e Volpin (2007), Bebchuk e Hamdani (2009); in tema di assetti proprietari delle società quotate italiane cfr. Bianchi *et al.* (2001), Faccio e Lang (2002), Bianchi e Bianco (2007), Bianchi *et al.* (2008), Barca e Becht (2001).

¹³ Il Codice raccomanda che il comitato per il controllo interno sia composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti.

¹⁴ Ai sensi dell'art. 2391 c.c. (come modificato dopo la riforma del diritto societario) non esiste un obbligo di astensione dal voto per un amministratore che abbia un interesse in un'operazione.

In questo contesto, l'indicatore *CoRe* mira a valutare la compliance effettiva, vale a dire la compliance non solo con il Principi e i Criteri, ma anche con le best practices suggerite nei Commenti.

In particolare, l'indicatore misura due aspetti fondamentali dell'implementazione del Codice. In primo luogo, esso valuta la trasparenza e l'ampiezza dei criteri che sono fissati dagli emittenti per identificare le operazioni significative (tra le quali le *Opc*) soggette a specifiche procedure di approvazione, assegnando un punteggio che varia tra 0 e 2. La ratio di questi punteggi si basa sull'idea che più ampia è l'area delle operazioni soggette a procedure rafforzate e più oggettivi sono i criteri fissati per identificare tali operazioni, più alta è la qualità delle procedure della società con riferimento all'identificazione delle operazioni¹⁵.

In secondo luogo, viene esaminata la qualità della compliance con i presidi che riguardano le procedure di approvazione delle *Opc*, andando a verificare se le società adottano tre best practices particolarmente rilevanti tra quelle suggerite dal Codice. In particolare, si osserva se viene previsto un parere preventivo del comitato per il controllo interno, se si ricorre al parere di esperti indipendenti (e, in subordine, se essi vengono nominati da amministratori indipendenti), e se sono stati introdotti doveri di astensione o allontanamento per gli amministratori interessati. Sulla base di questi riscontri, si assegna un punteggio da 0 a 3 che riflette l'effettivo grado di implementazione di queste prassi e valuta diversamente i casi nei quali un certo standard può o deve obbligatoriamente essere adottato. Alle società che mostrino standard più efficaci e meno soggetti a margini di discrezionalità nella relativa applicazione viene assegnato un punteggio più elevato¹⁶. L'indicatore *CoRe* è poi calcolato come semplice somma dei due punteggi.

4 Compliance formale vs. effettiva

L'analisi si indirizza alla totalità delle 262 società quotate alla fine del 2007 sul Mercato Telematico Azionario (Mta). Da questo insieme sono state tuttavia escluse 26 società per le

quali né la Relazione sulla Governance né la procedura ad hoc per le operazioni con parti correlate sono state rinvenute. Infatti, molte di tali società non risultavano più quotate al momento in cui i dati sono stati raccolti e non erano quindi più soggette agli obblighi informativi degli emittenti quotati. Il dataset finale risulta quindi composto da 236 società.

La tabella 1 riassume le principali statistiche descrittive dell'indicatore *CoRe*, distinguendo le sue due componenti, ovverosia criteri di identificazione e procedure di approvazione delle operazioni.

Tabella 1
Statistiche descrittive dell'indicatore *CoRe*

	identificazione OPC	approvazione OPC	indicatore <i>CoRe</i>
media	0.72	1.05	1.76
mediana	0.50	1.00	1.50
min	0.00	0.00	0.00
max	2.00	3.00	5.00
deviazione standard	0.82	0.76	1.21

I risultati appaiono confermare l'ipotesi che il grado di compliance con il Codice di Autodisciplina sia in realtà molto più basso di quanto i dati ufficiali raccolti da Assonime suggeriscano. In particolare, la media dell'indicatore *CoRe* raggiunge solo il punteggio di 1.76 in una scala 0-5. Anche le componenti dell'indicatore relative all'identificazione e all'approvazione delle operazioni, i cui valori medi sono rispettivamente 0.72 e 1.05, confermano che la compliance effettiva si attesta solo ad un terzo del valore massimo. Con riferimento alla varianza, le procedure adottate sembrano sufficientemente variabili tra le diverse società, con una deviazione standard pari a 1.21. La componente relativa ai criteri di identificazione sembra a tal proposito più variabile rispetto a quella relativa all'approvazione delle operazioni.

Tali risultati contrastano con le rilevazioni sulla compliance formale con il Codice che appare essere molto elevata e piuttosto uniforme sul mercato. In particolare, una recente indagine (Assonime e Emittenti Titoli, 2009) mostra

¹⁵ Più precisamente il criterio adottato prevede l'assegnazione di:
 - un punteggio pari a 2 alle società che hanno stabilito criteri quantitativi per identificare le *Opc* di significativo rilievo;
 - un punteggio pari a 1 alle società che escludono le transazioni aventi natura tipica o usuale dall'applicazione del criterio quantitativo di significatività;
 - un punteggio pari a 0.5 alle società che non hanno stabilito criteri oggettivi per l'identificazione delle operazioni significative;
 - un punteggio pari a 0 alle società le cui procedure non contengono informazioni sui criteri di significatività adottati ed escludono le operazioni aventi natura tipica o usuale dall'applicazione delle procedure per *Opc*.

¹⁶ Al fine di valutare in quale misura le procedure delle società siano idonee ad assicu-

rare la correttezza sostanziale e procedurale delle *Opc*, viene verificato se i seguenti standard sono adottati e, in caso positivo, se la loro adozione sia obbligatoria:
 - parere preventivo del comitato per il controllo interno (punteggio da 0 a 1);
 - ricorso ad esperti indipendenti eventualmente selezionati da amministratori indipendenti (punteggio da 0 a 1);
 - doveri di astensione o allontanamento per gli amministratori interessati (punteggio da 0 a 1). In questa valutazione è stato inoltre tenuto in considerazione l'art. 136 del Testo Unico Bancario che richiede che le obbligazioni assunte dalle banche con i propri esponenti siano approvate all'unanimità dall'organo di amministrazione (anche con il voto favorevole all'unanimità dell'organo di controllo).

Tabella 2

Confronto tra compliance effettiva e formale per settore di operatività

Settore	Compliance effettiva				Compliance formale		
	n. società	media indicatore CoRe	n. società con compliance effettiva	% società con compliance effettiva	n. società	n. società con compliance formale	% società con compliance formale
Finanziario	30	2.27	14	46.7%	35	31	88.6%
Non finanziario	206	1.69	63	30.6%	256	219	85.5%
Totale	236	1.76	77	32.6%	291	250	85.9%

che un'alta percentuale di società quotate (85,9%) ha adottato una procedura per le operazioni con parti correlate in conformità con le previsioni del Codice e ne fornisce una descrizione nella Relazione sulla Corporate Governance (tabella 2).

Al fine di confrontare le rilevazioni Assonime sulla dichiarazione di compliance con i risultati dell'indicatore CoRe, si considerino come effettivamente allineate con il Codice le società per le quali tale indicatore superi il punteggio di 2. Questa soglia minima consente infatti di identificare come società «con compliance effettiva» quelle particolarmente conformi alle best practices in almeno uno dei due aspetti oggetto di valutazione o che hanno un punteggio ritenuto sufficiente sia per l'identificazione che per l'approvazione delle operazioni con parti correlate.

È quindi possibile confrontare i risultati della compliance formale ed effettiva sia a livello aggregato che disaggre-

gato. Complessivamente, a fronte dell'85,9% del mercato (250 società su 291) formalmente in linea con le previsioni del Codice qui considerate, solo il 32,6% del campione osservato (77 emittenti su 236) le ha implementate in maniera soddisfacente. A livello disaggregato, la tabella 2 confronta la compliance formale ed effettiva per società finanziarie e non: le prime sembrano esser state più efficaci nell'implementazione delle previsioni del Codice, sebbene la percentuale di tali società sia comunque molto più contenuta rispetto alla frazione di società che si dichiarano compliant (46,7% del campione contro l'88,6% dell'intero mercato). Infine, la tabella 3 mostra i risultati di compliance formale ed effettiva per le società appartenenti agli indici S&P Mib, Midex e All Star: l'effettiva implementazione delle previsioni del Codice è marcatamente più bassa rispetto a quanto dichiarato dalle società appartenenti a tutti gli indici menzionati.

Tabella 3

Confronto tra compliance effettiva e formale per indice di mercato

Indice di Mercato	Compliance effettiva				Compliance formale		
	n. società	media indicatore CoRe	n. società con compliance effettiva	% società con compliance effettiva	n. società	n. società con compliance formale	% società con compliance formale
S&P Mib	36	2.33	16	44.4%	37	35	94.6%
Midex	38	2.13	17	44.7%	43	41	95.3%
All Star	69	1.69	22	31.9%	79	75	94.9%
Altro	93	1.44	22	23.7%	100	75	75.0%

Tuttavia, la differenza tra compliance formale ed effettiva è minore per società a più elevata capitalizzazione – cioè quelle appartenenti allo S&P Mib e al Midex – che per le società più piccole.

In conclusione, il confronto tra le rilevazioni di Assonime sulla diffusione della compliance con le previsioni in materia di operazioni con parti correlate e i risultati dell'analisi della loro effettiva implementazione mostra che quest'ultima è notevolmente più debole di quanto dichiarato. I risultati a livello più disaggregato mostrano che la differenza tra compliance effettiva e formale è più elevata per società non finanziarie e a minore capitalizzazione.

Una possibile spiegazione per tali risultati è che vi sia da parte degli attori del mercato una percezione non corretta delle effettive finalità di un codice di autodisciplina. Se si ritiene infatti che esso sia un insieme di best practices, dovrebbe allora essere chiaro che una best practice non può più essere definita tale laddove l'intero mercato la adotti. Di conseguenza non soltanto sarebbe legittimo che una società non implementi interamente le indicazioni dell'autodisciplina, ma addirittura fisiologico che solo una parte del mercato lo faccia. Tuttavia, laddove il mercato si accontenti di una mera attestazione di compliance, le società tenderanno inevitabilmente ad attestare una totale adesione alle previsioni del Codice. Se al contrario si ritiene che il Codice di Autodisciplina indichi degli standard minimi cui le società devono attenersi, allora il livello di compliance qui riscontrato segnalerebbe la necessità di introdurre adeguati meccanismi di enforcement.

5 Un approfondimento dell'analisi descrittiva

Al fine di approfondire l'analisi finora svolta, è stato analizzato il legame tra l'indicatore di compliance ed alcune caratteristiche delle società. Le prime evidenze di natura descrittiva confermano quanto già emerso nel confronto tra compliance formale ed effettiva, mostrando che l'indicatore *CoRe* è positivamente e significativamente correlato alla di-

mensione delle società, espressa dalla capitalizzazione, e all'appartenenza al settore finanziario, qualificata per banche, assicurazioni e altri intermediari.

In particolare, il primo risultato viene fornito dal coefficiente di correlazione tra l'indicatore *CoRe* e la capitalizzazione relativa delle società. Esso è pari a 0.173 e significativo al 99%, pertanto coerente con l'ipotesi che le società a più elevata capitalizzazione siano maggiormente soggette alla disciplina di mercato e abbiano per questo più incentivi a conformarsi alle best practices suggerite dal Codice. Il secondo risultato rivela che le società che operano nel settore finanziario mostrano un grado di compliance mediamente e significativamente più elevato rispetto agli altri emittenti. È plausibile ritenere che sulla scelta di dare piena attuazione ai contenuti del Codice attraverso l'adozione dei più efficaci meccanismi di governo societario influisca positivamente il sistema di regolamentazione cui esse sono sottoposte (tabella 4).

Tabella 4

Indicatore *CoRe* e settore di operatività delle società. Test di differenza tra medie.

Settore	N. società	Media indicatore <i>CoRe</i>	t di Student	p-value
Finanziario	30	2.27**	-2.45	0.015
Non finanziario	206	1.69**		

I simboli * ** e *** indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%.

Ulteriori approfondimenti hanno riguardato la relazione tra l'indicatore *CoRe* e alcune variabili che caratterizzano l'assetto proprietario e di controllo delle società, i meccanismi di *governance* interna, la partecipazione al capitale e l'attivismo di investitori istituzionali.

L'analisi degli assetti proprietari e di controllo delle società può essere realizzata segmentando il campione in funzione della natura del soggetto controllante e/o della presenza di meccanismi di separazione interni tra i vari organi dell'azienda (tabella 5).

Con riferimento alla natura del soggetto controllante emerge che le società a controllo familiare presentano un più

Tabella 5

Indicatore CoRe e assetti proprietari e di controllo delle società. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Assetti proprietari e di controllo		N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
Società a controllo familiare	si	174	1.64**	2.54	0.012
	no	62	2.09**		
Società a controllo pubblico	si	28	2.24**	-2.23	0.026
	no	208	1.70**		
Adozione di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo	si	65	2.00*	-1.87	0.061
	no	171	1.67*		
Gruppo piramidale (società controllata da altra quotata)	si	31	1.62	0.66	0.504
	no	205	1.78		
Adozione di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo c.d. normativi	si	42	2.27***	-3.02	0.002
	no	194	1.66***		

scarso grado di adeguamento alle indicazioni del Codice. Tale evidenza è coerente con parte della letteratura in materia di *self-dealing* che identifica nelle società a controllo familiare un più elevato rischio di espropriazione. Al contrario, le società a controllo pubblico appaiono aver implementato un più efficace sistema di governance per la gestione delle operazioni in potenziale conflitto d'interessi.

Un ulteriore approfondimento ha riguardato la relazione tra la compliance effettiva e l'adozione da parte delle società di particolari strumenti di separazione tra proprietà e controllo, quali gruppi piramidali, emissione di azioni senza diritto di voto o a voto limitato e limiti statuari o legislativi al possesso azionario. Tali meccanismi, che consentono a chi detiene il controllo di minimizzare l'apporto di mezzi patrimoniali nella società ovvero ne riducono la contendibilità, accrescono gli incentivi degli insider ad espropriare ricchezza ai danni delle minoranze. Contrariamente a quanto atteso, le evidenze dell'indicatore CoRe mostrano che le società caratterizzate dall'adozione di uno di questi strumenti sono maggiormente in linea con le best practices suggerite per la gestione di potenziali conflitti di interesse. Una più attenta osservazione di tale risultato suggerisce che l'adozione degli strumenti di separazione tra proprietà e controllo previsti e

disciplinati dalla legge (azioni senza diritto di voto e limiti al possesso azionario) è mediamente accompagnata da una maggiore capacità delle società di allinearsi alle migliori prassi suggerite dal Codice. Al contrario, l'esistenza di piramidi societarie, che consentono una maggiore diluizione dell'impegno patrimoniale nelle società a valle della catena, parrebbe associata ad un più scarso adeguamento all'autodisciplina, sebbene questo risultato non sia statisticamente significativo¹⁷.

Lo studio della governance interna può essere realizzato considerando la presenza e il peso di amministratori indipendenti e di minoranza (tabella 6).

Con riferimento alla relazione tra livello di compliance e caratteristiche del sistema di governo societario emerge che le società il cui organo di amministrazione è più allineato alle best practices prevalenti¹⁸ e alle indicazioni legislative a tutela delle minoranze mostrano una più piena ed efficace implementazione del Codice. In particolare, l'indicatore CoRe è significativamente più elevato nelle società i cui organi di amministrazione vantano la presenza di amministratori indipendenti in percentuale non irrilevante (almeno il 20%) e di almeno un amministratore eletto dalle minoranze, nonché nelle società il cui comitato di con-

¹⁷ Queste tematiche potranno pertanto essere utilmente oggetto di futuri approfondimenti.

¹⁸ Come riconosciuto da ampia letteratura (Bebchuk e Hamdani, 2009; Dahya *et al.*, 2006; Black *et al.*, 2005; Smaili e Labelle, 2009; Klein, 2006; Nguyen e Nielsen, 2009), la presenza di amministratori indipendenti nel board, e in particolare in alcuni importanti comitati, è in grado di realizzare gli interessi degli investitori, aumentando il valore di mercato delle azioni o riducendo il rischio di irregolarità contabili e di frodi.

Tabella 6

Indicatore CoRe e sistema di governance interna delle società. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Sistema di governance interna		N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
Peso degli amministratori indipendenti nel board	< 20%	31	1.20***	2.82	0.005
	≥ 20%	205	1.85***		
Comitato di Controllo interno composto in maggioranza da amministratori indipendenti	si	184	1.94***	-4.45	0.000
	no	52	1.13***		
Presenza di amministratori di minoranza	si	26	2.42***	-2.97	0.003
	no	208	1.68***		

Controllo interno è composto in maggioranza di amministratori indipendenti.

Un'ultima analisi sulle determinanti dell'indicatore CoRe può essere realizzata considerando l'esistenza di relazioni si-

gnificative tra tale misura e la partecipazione di investitori istituzionali al capitale o alla vita sociale (tabella 7).

Tali investitori sono considerati dalla letteratura in grado di contribuire al rafforzamento e al miglioramento della go-

Tabella 7

Indicatore CoRe e presenza e attivismo di investitori istituzionali. Test di differenza tra medie. I simboli *, ** e * indicano la significatività della differenza tra le medie rispettivamente al 90%, 95% e 99%**

Presenza e attivismo degli investitori istituzionali			N. società	Media indicatore CoRe	t di Student	p-value
totale	si		134	1.84	-1.11	0.266
	no		102	1.66		
Partecipazioni rilevanti al capitale detenute da investitori istituzionali	italiani	si	36	1.50	1.42	0.154
		no	200	1.81		
	esteri	si	121	1.89*	-1.69	0.091
		no	115	1.63*		
Partecipazioni al capitale detenute da OICR italiani al > 0,5%	totale	si	174	1.91***	-3.22	0.001
		no	62	1.34***		
		si	155	1.95***	-4.33	0.000
		no	55	1.16***		
Presenza in assemblea degli investitori istituzionali	italiani	si	46	2.28***	-3.56	0.0000
		no	164	1.58***		
	esteri	si	154	1.96***	-4.56	0.000
		no	56	1.14***		

vernance degli emittenti, sia monitorando l'operato degli amministratori ed esercitando il loro diritto di *voice*, sia manifestando il proprio giudizio tramite *exit*. Coerentemente con queste indicazioni, la detenzione di una partecipazione rilevante (superiore al 2%) da parte di investitori istituzionali appare avere un'influenza positiva (ma non significativa) sull'indicatore di compliance. Guardando alla nazionalità degli investitori istituzionali emerge un'evidenza contrastante: le società in cui gli investitori italiani partecipano in misura rilevante al capitale appaiono caratterizzate da un più basso indicatore *CoRe*, sebbene il risultato non sia statisticamente significativo; le società nel cui capitale figurano investitori istituzionali esteri in qualità di azionisti rilevanti sono invece caratterizzate da una migliore governance. L'identità degli investitori istituzionali è quindi un fattore rilevante dal momento che la loro partecipazione al capitale sembra avere un effetto positivo sulla governance delle società solo quando essi sono esteri.

Al di sotto della soglia di rilevanza del 2%, si è osservato se la partecipazione di Oicr italiani al capitale degli emittenti sia associata ad un maggiore allineamento con le prassi raccomandate dal Codice. È emerso che le società nel cui azionariato partecipa in misura non influente (almeno lo 0,5%) uno o più Oicr presentano mediamente un più elevato indicatore *CoRe*. A differenza di quanto emerso dall'osservazione delle partecipazioni rilevanti, questo risultato sembra indicare un ruolo positivo degli investitori istituzionali (gestori del risparmio) italiani. Tuttavia, il più elevato livello dell'indicatore *CoRe* in capo a tali società potrebbe essere conseguenza non tanto dell'efficacia del monitoring dei gestori, quanto delle loro strategie di asset allocation. Questa spiegazione parrebbe coerente con alcuni studi recenti che rilevano come i fondi comuni italiani tendano a investire in società meno rischiose e caratterizzate da una buona governance (Barucci e Falini, 2005).

L'attivismo degli investitori istituzionali, che è stato misurato osservandone la partecipazione all'assemblea di approvazione del bilancio (informazione disponibile per 210 società), appare essere significativamente associato ad un più pieno adeguamento alle previsioni del Codice. Tale risultato è

confermato anche a livello disaggregato guardando alla partecipazione alle assemblee di investitori italiani ed esteri.

6 Conclusioni

In questo lavoro si è cercato di comprendere in quale misura le società quotate siano effettivamente allineate al Codice di Autodisciplina. A tal fine è stato costruito un indicatore di compliance, *CoRe*, che misura il grado di adesione alle previsioni del Codice in materia di operazioni con parti correlate e interessi degli amministratori. Le evidenze del *CoRe* mostrano che il livello di compliance effettiva è notevolmente inferiore a quello formalmente dichiarato nelle relazioni di Corporate Governance.

Tale fenomeno sembra essere motivato da una incompleta esplicitazione (e da una conseguente incomprendenza di fondo) circa il ruolo rivestito dal Codice di Autodisciplina. Se infatti si condivide l'interpretazione prevalente tra i partecipanti al mercato, ovvero che esso indichi alcune best practices che, in quanto tali, non possono che essere messe in atto da una minoranza di soggetti particolarmente virtuosi (e i dati qui presentati appaiono in linea con questa ipotesi), non si giustifica una così diffusa attestazione di compliance da parte delle società. Sembrerebbe in tal caso auspicabile che le modalità con le quali queste informazioni vengono fornite al mercato evolessero verso una rappresentazione capace di discriminare più accuratamente le società in base all'effettivo livello di compliance. Diversamente, laddove si ritenga che il Codice indichi alcuni standard minimi cui tutte le singole società quotate dovrebbero ottemperare, il livello di compliance qui rinvenuto segnalerebbe la necessità di adeguati meccanismi di enforcement.

Con riferimento alle peculiari connotazioni che caratterizzano le società con un elevato punteggio *CoRe*, i dati qui analizzati dimostrano che alcuni tra gli elementi tipici che caratterizzano una buona struttura di governance sono positivamente correlati ad una elevata qualità della compliance effettiva. In particolare, le società caratterizzate da presidi di

governo endosocietario o oggetto di attento monitoring da parte di investitori istituzionali, ovvero quelle che sono sottoposte a vigilanza microprudenziale, mostrano una maggiore propensione a mettere in atto un sistema di *compliance*

che non sia solo formale. Tale risultato rafforza l'ipotesi per la quale una buona struttura di governo societario si affianca, e forse è condizione¹⁹, ad un esercizio virtuoso dello stesso.

BIBLIOGRAFIA

- Alves C., Mendes V.** (2001), *Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal*, FEP Working Paper n. 112, Universidade do Porto, Faculdade de Economia. <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp112.pdf>.
- Assonime e Emittenti Titoli** (2007), «Analisi dello Stato di Attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (anno 2007)», in *Assonime Note e Studi*, 112/2007.
- (2009), «Analisi dello Stato di Attuazione del Codice di Autodisciplina delle Società Quotate (anno 2008)», in *Assonime Note e Studi*, 1/2009.
- Barca F., Becht M.** (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Barucci E., Falini J.** (2005), *Institutional Investors and Corporate Governance in Italy: an Analysis of their Stockholdings*. <http://www1.mate.polimi.it/ingfin/document/inst.pdf>.
- Bebchuk L.A., Hamdani, A.** (2009), *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, Discussion Paper n. 633, Harvard Law School. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1374331.
- Bianchi M., Bianco M., Enriques L.** (2001), «Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy», in Barca F., Becht M. (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Bianchi M., Bianco M.** (2007), «La Corporate Governance in Italia negli ultimi 15 anni: dalle Piramidi alle Coalizioni?», in Gnesutta C., Rey G.M., Romagnoli G.C. (a cura di), *Capitale industriale e Capitale Finanziario nell'Economia Globale*, il Mulino, Bologna.
- Bianchi M. et al.** (2008), «The Evolution of Ownership and Control Structure in Italy in the last 15 Years», presentato alla Conferenza *Corporate governance in Italy: 10 years after the Consolidated Law on Finance* (TUF), Roma, 11 dicembre 2008. http://www.bancaditalia.it/studiricerche/convegni/atti/corp_gov_it/session1/evolution_ownership_control_structures.pdf.
- Bigelli M., Mehrotra V., Rau R.** (2007), *Expropriation through Unification? Wealth Effects of Dual Class Share Unifications in Italy*, ECGI, Finance Working Paper, n. 180.
- Black B.S., Woocan K., Hasung J., Kyung-Suh P.** (2005), *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Time Series Evidence from Korea*, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper, n. 103/2005.
- Comitato per la Corporate Governance** (1999), *Rapporto di Corporate Governance e Codice di Autodisciplina*.
- (2006), *Codice di Autodisciplina*.

- Dahya J., McConnell J.J., Travlos N.G.** (2002), «The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover», in *Journal of Finance*, 57, pp. 461-483.
- Dahya J., Dimitrov O., McConnell J.J.** (2006), *Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: A Cross-Country Analysis*, European Corporate Governance Institute Finance Working Paper, n. 99/2005.
- De Jong A., De Jong D.V., Mertens G., Wasley C.E.** (2005), «The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from the Netherlands», in *Journal of Corporate Governance*, 11, pp. 473-503.
- Dyck A., Zingales L.** (2004), «Private Benefits of Control: An International Comparison», in *The Journal of Finance*, 59(2), pp. 537-600.
- Enriques L., Volpin P.** (2007), «Corporate Governance Reforms in Continental Europe», in *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21(1), pp. 117-140.
- Faccio M., Lang L.H.P.** (2002), «The Ultimate Ownership of Western European Corporations», in *Journal of Financial Economics*, 65(3), pp. 365-395.
- Gilson R.J., Gordon J.N.** (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, Columbia Law and Economics Working Paper, n. 228; Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 262. <http://ssrn.com/abstract=417181>.
- Klein A.** (2006), *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management*, NYU Law & Economics Research Paper Series, Working Paper n. 06-42.
- Nenova T.** (2003), «The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis», in *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 325-351.
- Nguyen B.D., Nielsen K.M.** (2009), «The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths», <http://ssrn.com/abstract=1406903>.
- Smaili N., Labelle R.** (2009), «Preventing and Detecting Accounting Irregularities: The Role of Corporate Governance», <http://ssrn.com/abstract=1324143>.
- Volpin P.** (2002), «Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy», in *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.
- Weil Gotshal & Manges** (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members*, Final Report (on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General). http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf.
- Zingales L.** (1994), «The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience», in *Review of Financial Studies*, 7, pp. 125-148.

¹⁹ Futuri studi potranno utilmente indagare la natura e la direzione di un eventuale rapporto di causalità.