

2010 - N. 1

ISSN: 2036-4873

**RIVISTA TRIMESTRALE**  
**DI**  
**DIRITTO DELL'ECONOMIA**

RASSEGNA DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA

***SUPPLEMENTO***

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

[www.rtde.luiss.it](http://www.rtde.luiss.it)

La Sede della Rivista è presso  
la Fondazione G. Capriglione Onlus,  
Università Luiss G. Carli,  
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci  
F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi

Consulenza ICT ed Organizzativa

N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre, proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

**MATTEO DE POLI**

**PROFESSORE ASSOCIATO DI DIRITTO DELL'ECONOMIA**

**NELL'UNIVERSITA' DI PADOVA**

**LA GOVERNANCE DELLE BANCHE  
INGLESI DOPO LA CRISI  
FINANZIARIA ED IL “WALKER  
REVIEW OF CORPORATE  
GOVERNANCE IN UK BANKS”**

# SOMMARIO

1	Premessa e rilievi introduttivi sulla <i>corporate governance</i> nel Regno Unito .....	1
2	I vari progetti di riforma e l'incarico affidato nel 2008 a Sir David Walker .....	8
2.1	Il Cadbury Report (1992).....	8
2.2	Il Greenbury Report (1995) .....	12
2.3	L'Hampel Report (1998).....	13
2.4	L'Higgs Report (2003) .....	15
2.5	L'Walker Review (2009) .....	16
3	L'analisi delle problematiche della <i>governance</i> delle banche emerse alla luce della crisi finanziaria secondo il <i>Walker Review</i> . .....	19
3.1	Il ruolo e la composizione del Consiglio di amministrazione.....	21
3.1.1.	Sulla responsabilità dei componenti del consiglio di amministrazione.....	28
3.1.2.	Se sia preferibile il sistema "one-tier" o quello "two-tier" .....	29
3.1.3.	Sui rispettivi ruoli degli amministratori esecutivi e non esecutivi e sul potenziale contributo di questi ultimi: "the new culture of challenge" .....	31
3.1.4.	Sull'opportunità di imporre alle maggiori banche un "break-up" .....	32
3.1.5.	Sul modello "comply or explain" e sulla sua possibile sostituzione con un modello "apply and explain" .....	32
3.1.6	Sulla possibilità di mitigare la responsabilità degli amministratori non esecutivi.....	34
3.2	Sull'ampiezza, la composizione e la preparazione del Consiglio di amministrazione .....	34
3.2.1.	Sull'ampiezza e la composizione del Consiglio di amministrazione .....	34
3.2.2.	Sull'esperienza e la competenza richieste agli amministratori .....	37
3.2.3.	Sull'attività di formazione ed addestramento dei componenti del Consiglio di amministrazione .....	38
3.2.4.	Sulla necessità di supportare l'attività degli amministratori non esecutivi .....	39
3.2.5.	Sull'impegno, in termini di tempo, richiesto agli amministratori non esecutivi.....	39
3.2.6.	Sul processo di autorizzazione alla nomina di un amministratore non esecutivo da parte del FSA .....	40
3.3	Sul funzionamento dei consigli e sulla valutazione del loro rendimento .....	42
3.3.1.	Sulla possibilità di sviluppare discussioni critiche all'interno dei consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie .....	42
3.3.2.	Sull'attuale definizione dei compiti degli amministratori non esecutivi e sull'esigenza di una loro maggiore specificazione.....	43
3.3.3.	Sul ruolo, le responsabilità e le qualità richieste al Presidente del Consiglio di amministrazione .....	45
3.3.4	Sul processo elettivo del Presidente del Consiglio di amministrazione .....	49
3.3.5.	Sul ruolo del Senior Independent Director.....	50
3.3.6.	Sull'autovalutazione dei risultati del Consiglio e sulla sua <i>governance</i> .....	51

3.4	Sul ruolo degli investitori istituzionali.....	54
3.5	Sul governo del rischio.....	63
3.4.1.	Sui rapporti tra rischio e regolamentazione, sulle future strategie in ordine ai rischi e sul board risk committee .....	64
3.4.2.	Sulla disclosure in tema di rischi e sulla gestione di questi .....	68
3.6	Sulle retribuzioni di amministratori e dirigenti .....	69
3.6.1.	Sul ruolo del Remuneration Committee e sulle remunerazioni degli high-end employees .....	74
3.6.2.	Sulla necessità di utilizzare meccanismi di “aggiustamento del rischio” per determinare la parte variabile della remunerazione e sui retention arrangements .....	78
3.6.3.	Sul voto dell’assemblea sul rapporto predisposto dal Comitato per le remunerazioni e sulla remunerazione a favore degli amministratori non esecutivi.....	82
4	Conclusioni.....	84

## 1 Premessa e rilievi introduttivi sulla *corporate governance* nel Regno Unito<sup>1</sup>

Era intuibile che una tempesta delle dimensioni di quella scatenatasi, a partire dal settembre del 2008, sulle istituzioni e sui mercati finanziari di tutto il mondo avrebbe provocato l'immediata caccia ai punti deboli dell'architettura finanziaria ed a tutto ciò che abbia concorso a causare la crisi. La *corporate governance*<sup>2</sup> delle banche e delle istituzioni finanziarie e le sue molte

---

<sup>1</sup> Questo scritto non si pone l'obiettivo di comparare il sistema di *Corporate governance* britannico con quello italiano ma solo quello, più modesto, di portare a conoscenza dello studioso italiano, in chiave puramente descrittiva, quello che ci è sembrato un importante momento di riforma del sistema britannico. E' questa la ragione per cui il lettore non troverà riferimenti alla disciplina italiana, che rinviemo a uno studio, in corso di elaborazione, dal taglio maggiormente approfondito di questo. A ogni buon conto, giovi ricordare che il tema della *Corporate governance* delle banche italiane e delle imprese finanziarie italiane è stato approfondito, in chiave giuridica, particolarmente da FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e "Lead Independent Director"*, in [www.nedcommunity.com](http://www.nedcommunity.com). CAPRIGLIONE, *I codici deontologici del settore bancario e finanziario*, in *Mondo Bancario*, 2005, n. 3; in chiave aziendalistica, da R. MAISERA, *La Corporate governance nelle banche*, Bologna, 2006. Ivi numerosi altri riferimenti bibliografici.

<sup>2</sup> Espressione di origine nordamericana oramai entrata a pieno titolo anche nel lessico giuridico italiano, pur essendo di relativamente recente coniazione. Nella letteratura giuridico - aziendale inglese, un'accreditata definizione – contenuta nel *Cadbury Report on the Financial Aspects of Corporate governance* (1992) di cui si parlerà a breve- vede la *Corporate governance* come “*the system by which companies are directed and controlled*”: questo sintetico tratto della materia si fa apprezzare perché riassume i cardini della stessa, l'attività di *direction* della società e quella di *supervision-accountability* della stessa. Analoga definizione di *Corporate governance* è contenuta nel *South African King Report* (1994), come ci ricorda nel suo saggio di taglio storico J. DU PLESSIS, *Corporate law and Corporate governance lessons from the past: ebbs and flows, but far from the "end of history": Part 1*, in *Company Lawyer*, 2009, 30(2), p. 43 ss.

Secondo l'Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Corporate governance* è “the system by which business corporations are directed and controlled. The *Corporate governance* structure specifies the distribution of rights and responsibilities among different participants in the Corporation, such as the board, managers, shareholders and other stakeholders, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides the structure

imperfezioni, specie con riguardo all'attività di monitoraggio dell'"appetito al rischio" di quelle, è stata da molti additata come – se non la principale – una delle principali cause della crisi finanziaria del 2008: si veda, come autorevole e recentissima dimostrazione di quanto detto, lo studio (reso noto il 24 febbraio 2010) del *Directorate for Financial and Enterprise Affairs* dell'*OECD Steering Group on Corporate Governance, Corporate Governance and the Financial Crisis*, che affronta quelle che ha ritenuto essere le quattro maggiori debolezze del sistema di *corporate governance* – retribuzioni del *top management*, gestione dei rischi, conduzione dei consigli di amministrazione, diritti degli azionisti – offrendo proposte tecniche per evitare che esse si ripetano<sup>3</sup>.

Il Regno Unito – uno dei Paesi, e mercati finanziari, maggiormente colpiti dalla crisi e, inoltre, la punta più avanzata dell'intervento statale diretto al salvataggio delle banche in crisi<sup>4</sup> – è intervenuto in argomento all'inizio del 2009, commissionando a Sir David Walker un progetto di riforma della materia, la cui versione finale è stata resa pubblica alla fine del mese di novembre dello stesso anno<sup>5</sup>.

---

through which the company objectives are set, and the means of obtaining those objectives and monitoring performance". Ricordiamo che L'OECD ha elaborato propri Principi di Governo societario.

La letteratura in argomento in materia di *Corporate governance* è sterminata. Tra i molti lavori citiamo *Corporate governance and Corporate Control*, eds. S. Sheikh and W. Rees, Cavendish Publishing Ltd, 1995; *Corporate governance*, G. Proctor and L. Miles, Cavendish Publishing Ltd, 2002, J. DINE, *The Governance of Corporate Groups*, Cambridge University Press, 2000, *Maw on Corporate governance*, eds N.G. Maw, L. of Horsell, m. Craig-Cooper, Dartmouth Publishing Company, 2003.

<sup>3</sup> Lo studio citato rappresenta la terza fase del lavoro dello Steering Group sulla *Corporate governance*, il primo essendo il *Corporate governance Lessons from the Financial Crisis* ed il secondo *Corporate governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*, tutti leggibili nel sito dell'OECD (<http://www.oecd.org>).

<sup>4</sup> Con l'emanazione dapprima dello *Special Provision Banking Act* 2008, poi con il *Banking Act* 2009, in ordine ai quali ci permettiamo di rinviare a DE POLI, *Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi: il Banking Act 2009*, in *Rtde*, 2009, *passim* [www.rtde.luiss.it](http://www.rtde.luiss.it)

<sup>5</sup> Ancor più rapida è stata la Svezia, la quale ha modificato lo *Swedish Corporate governance Code*, fissando nuove regole in materia di retribuzione degli amministratori, di requisiti di indipendenza degli stessi, e regolando in maniera più incisiva la funzione di revisione contabile. Il nuovo Codice è entrato in vigore il 1° febbraio 2010 ma le disposizioni sull'indipendenza degli amministratori e sulla retribuzione degli stessi

Preciso compito di Sir Walker era quello di formulare le adeguate proposte di modifica della disciplina della *corporate governance* di banche ed altre istituzioni finanziarie del Regno Unito, i quali – con l’ennesimo neologismo – verranno chiamati *BOFI board*. Compito nostro sarà quello di mettere in luce le principali novità proposte da ciò che tutti chiamano “*Walker Review*” ed i fronti normativi di ricaduta di tali novità. Ci occuperemo dunque solo di quella parte di regolamentazione dei mercati finanziari che ha per oggetto il *conduct of business*, non della *Prudential regulation*, ignorata dal *Review*.

Il governo societario delle banche inglesi quotate in borsa è materia disciplinata ed influenzata da più attori, non solo normativi. A livello normativo, la trattano:

la *Legislation*, ossia *Statute law* e *Delegated legislation*: particolare rilievo lo assume il *Company Act 2006* (CA 2006<sup>6</sup>), istitutivo del “*regulatory regime*” in campo societario; in questo testo troviamo altresì una definizione (effettuata mediante l’indicazione delle sue componenti) del concetto di *corporate governance*<sup>7</sup>; il peso della *Legislation*, specie se confrontato con quello che invece ha in Italia, è molto modesto;

---

potranno essere applicate a partire dal primo luglio. Il testo in lingua inglese del Code può essere consultato in <http://www.corporategovernanceboard.se/the-code/the-revised-code-2010>.

<sup>6</sup> Modificato di recente con l’entrata in vigore, avvenuta il 3 agosto 2009, del *Companies (Shareholders’ Rights) Regulation 2009* che ha recepito la Direttiva 2007/36/EC dell’11 luglio 2007 sull’esercizio di taluni diritti da parte degli azionisti di società quotate.

<sup>7</sup> Nella S. 1269 Corporate governance rules del CA 2006 dove si stabilisce che “In Part 6 of the Financial Services and Markets Act 2000 (c. 8), after the sections Companies Act 2006 (c. 46) inserted by section 1268 above insert— “Corporate governance.89O Corporate governance rules (1) The competent authority may make rules (“Corporate governance rules”)— (a) for the purpose of implementing, enabling the implementation of or dealing with matters arising out of or related to, any Community obligation relating to the Corporate governance of issuers who have requested or approved admission of their securities to trading on a regulated market; (b) about Corporate governance in relation to such issuers for the purpose of implementing, or dealing with matters arising out of or related to, any Community obligation.”

i “*quasi-regulatory, principles-based, codes of best practice*”, esempio principale dei quali è “*The Combined Code on Corporate Governance*” – chiaro esempio di *soft law* - sui cui molto ci si intratterrà nel corso del lavoro<sup>8</sup>.

In entrambi i casi si tratta di fonti di produzione di norme (di diversa natura, ma questo non è ora il punto che ci interessa) destinate a tutte le *listed companies*, non solo alle banche.

Tra le istituzioni, diverse dal Parlamento e dal Governo, più attive nell’opera di disciplina della specifica materia della *corporate governance*, segnaliamo:

il *Financial Reporting Council* (FRC), ossia l’Autorità indipendente costituita nel 1990 con il fine di promuovere la *best practice* nell’attività di *reporting finanziario* e, più precisamente: *i*) un’informazione finanziaria di alta qualità; *ii*) idem per l’attività di revisione (“*auditing*”); *iii*) i più alti *standard* di *corporate governance*; *iv*) l’integrità, la competenza e la trasparenza nello svolgimento dell’attività di *accountant*, una figura professionale in parte simile a quella del dottore commercialista. A questa complessiva attività di promozione, va aggiunto oggi il rilevante compito di tenere aggiornato il citato *Combined Code on Corporate governance*<sup>9</sup>, di cui diremo a breve;

---

E’ nel secondo comma, però, che troviamo indicato cosa si intende per Corporate governance: “(2) “Corporate governance”, in relation to an issuer, includes— (a) the nature, constitution or functions of the organs of the issuer; (b) the manner in which organs of the issuer conduct themselves; (c) the requirements imposed on organs of the issuer; (d) the relationship between the different organs of the issuer; (e) the relationship between the organs of the issuer and the members of the issuer or holders of the issuer’s securities. (3) The burdens and restrictions imposed by rules under this section on foreign-traded issuers must not be greater than the burdens and restrictions imposed on UK-traded issuers by— (a) rules under this section, and (b) listing rules....”.

<sup>8</sup> Esamina lo sviluppo in chiave europea dei *Code of conduct* E. Wymeersch, “*The Corporate governance Codes of Conduct between State and Private Law*”, University of Ghent Financial Law Institute Working Paper (2007), in <http://www.law.ugent.be/fli>.

<sup>9</sup> Il *Combined Code* è oggetto di un’apposita *Consultation* il cui termine è stato fissato nel 5 marzo 2010. Il testo del *Code* e quello della *Consultation* sono consultabili in [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)

la *Financial Service Authority* (FSA), ossia una delle tre *Authority* del sistema finanziario britannico<sup>10</sup>, competente ad emanare *delegated legislation*<sup>11</sup>, di cui rileva in particolare, per quanto ci occupa oggi, la *Rule 9.8.6* delle *Listing Rules*<sup>12</sup>, ossia delle norme in tema di ammissione alla quotazione.

---

<sup>10</sup> Assieme a *Bank of England* e *HM Treasury*. Per una sintetica illustrazione del ruolo di queste tre Autorità mi permetto di rinviare a DE POLI, *Crisi finanziaria*, op. cit., p. 1 ss..

<sup>11</sup> Tra i compiti assegnati a FSA, ai sensi della S. 2.2. del *Financial Services Market Act 2000* troviamo “(a) market confidence; (b) public awareness; (c) the protection of consumers; and (d) the reduction of the financial crime”.

Il Walker Review, a p. 25, si intrattiene, molto opportunamente, sul rapporto intercorrente tra “*public policy objectives*” e “*interests of the shareholders*”, sostenendo che un’appropriata vigilanza da parte delle *Authorities* si rende necessaria per prevenire il rischio di produrre “*public interest externalities*” – ivi definite come “*an impact on a party that is not directly involved in the transaction*” - e di “*moral hazard*” – definito come “*the prospect that a party insulated from risk may behave differently from the way it would behave if it were fully exposed to the risk*”. L’obiettivo, si prosegue, è quello di “internalizzare le esternalità” figlie della condotta di una banca o di un’altra istituzione finanziaria.

Il punto centrale del ragionamento ci sembra sia quello in cui, premesso che a preoccuparsi delle esternalità negative (pubbliche, come abbiamo visto) devono ovviamente essere più i *regulators* che gli azionisti, “*there is nonetheless an important concentricity between policy objectives and the interests of shareholders*”, una “concentricità” di interessi, così viene definita. Nonostante, si rileva, sia chiaramente di esclusiva responsabilità dei consigli di amministrazione, e non delle autorità di vigilanza, creare profitto da distribuire agli azionisti, l’intento delle autorità di proteggere la stabilità del sistema finanziario e la fiducia nello stesso verrebbero frustrati se le banche e le altre principali istituzioni finanziarie non realizzassero, nel tempo, utili sufficienti da giustificare la prosecuzione dell’investimento. Così, si conclude a sostegno della tesi della “concentricità di interessi”, “*the public authorities in the widest sense have a broad interest in the overall financial health and performance of financial institutions in society as a whole*”.

<sup>12</sup> La LR. 9.8.6. è, assieme alle *FSA Disclosure and Transparency Rules*, lo strumento attraverso cui viene data (seppure indirettamente) valenza normativa alle disposizioni del *Combined Code*. Ciò avviene per il tramite dell’imposizione dell’obbligo alle società quotate di informare i soci ed il mercato in ordine al grado di adeguamento alle disposizioni del *Code*. La LR 9.8.6, infatti, così dispone: “*Additional information. In the case of a listed company incorporated in the United Kingdom, the following additional items must be included in its annual financial report: (1) a statement setting .... (5) a statement of how the listed company has applied the principles set out in Section 1 of the Combined Code, in a manner that would enable shareholders to evaluate how the principles have been applied. (6) a statement as to whether the listed company has: a) complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in Section 1 of the Combined Code; or (b) not complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in Section 1 of the Combined Code and if so, setting out: (i) those provisions, if any it has not complied with; (ii) in the case of provisions whose requirements are of a continuing nature, the period within which, if*

A livello extra-normativo, la dottrina più recente considera come riconosciuti fattori di influenza della materia: *a)* la non insignificante spinta al cambiamento proveniente dal movimento definito “*Institutional Shareholder activism*”, composto, essenzialmente, da fondi pensione e fondi di investimento e dalla loro “*voting policy*”<sup>13</sup>; *b)* infine, la “*public and press pressure*”, d’importanza centrale per chi, Kenneth Costa tra i molti, vede intimo il collegamento tra *corporate governance* e democrazia<sup>14</sup>.

Soffermiamoci ora sui fattori normativi (in senso lato, per ciò che diremo in questa sede). Ai fini descrittivi possiamo distinguere quelli di tipo “*regulatory*” da quelli di tipo *self-regulatory*.

Quelli di tipo “*regulatory*” producono vere e proprie norme giuridiche (*prescriptive rules*); tra essi rinveniamo quelli *statutory* – il *Company Act 2006* (CA 2006) – e quelli *regulatory* in senso stretto in quanto *delegated legislation* emanata dai *regulators*, FSA in testa: tra queste ultime primeggiano, come abbiamo già detto, le *Listing Rules*. Come vedremo, l’atteggiamento verso questo primo tipo di fonti è, generalmente, di dichiarata ostilità, e lo è di certo

---

*any, it did not comply with some or all of those provisions; and (iii) the company's reasons for non-compliance; and (7) a report to the shareholders by the Board which contains all the matters set out in LR 9.8.8 R.”.*

La disciplina dell’ammissione a quotazione in borsa è di competenza della FSA a partire dal 1° maggio 2000, e ciò a seguito del trasferimento del *UK Listing Authority* (“UKLA”) dal *London Stock Exchange* al FSA.

Per una analisi delle *Listing Rules* (o, anche, del cd. *Listing Regime*) v. *A Practitioner’s Guide to The Financial Services Authority Listing Regime 2008/2009*, ed M. Button, City & Financial Publishing, 2008.

<sup>13</sup> Su cui v. STAPLEDON G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford, 1996, 82 ss.

In un articolo (“*Activists draw blood in fight for Infineon*”) pubblicato nel *Financial Times* del 28 gennaio 2010 (*Companies & Market*, p. 19) si saluta come eccezionale il successo ottenuto da Hermes, un “*Uk activist fund*”, nei confronti di un’importante società tedesca, Infineon, e della sua *Corporate governance*, avendo ottenuto la promessa del candidato alla presidenza del Consiglio di sorveglianza di dimettersi, se eletto, dopo il primo dei cinque anni di mandato.

<sup>14</sup> K. COSTA *The Consensus of the Governed: Re-imagining Corporate governance*, lezione tenuta il 19 gennaio 2010 a Londra, al Gresham College, L’importanza della *public pressure* è segnalata anche da R. Smerdon “*The Regulatory Regime*”, in R. Smerdon (eds), *A Practical Guide to Corporate governance* (Thomson/Sweet & Maxwell, London 2007), 33.

nel settore della *corporate governance*, ritenuto poco incline a sopportare *prescriptive rules*.

Quelli del secondo tipo (*self-regulatory*) si traducono in *principles*, *standards* o in *codes of best practice*. Il ruolo più importante lo ha di certo il *Combined Code*. Il *Code*, come si precisa nel *Preamble*, non contiene regole in senso stretto ma “*standards of good practice*”: esso vuole essere una sorta di codice di comportamento in materia di governo societario, di “guida” agli amministratori figlia dell’esperienza e della discussione tra gli operatori del settore<sup>15</sup>, che lascia alla società un certo margine di discrezionalità nel valutare se e come concretamente adeguarsi - pur sempre però nel rispetto dei *Principles* - alle *detailed guidelines* contenute nelle *provisions*<sup>16</sup>. A differenza del *Company Act*, dunque, il *Combined Code* non è un sistema *rule-based*, ma l’“aggancio” ad esso fatto dalle *Listing Rules*<sup>17</sup> e l’utilizzo del “*comply or explain approach*”<sup>18</sup> lo rende qualcosa di più di una mera, seppur autorevole e seguita, espressione di *self-regulation*: lo rende una fonte disciplinare di tipo *quasi-regulatory*.

Il *Combined Code* si compone di *Principles* (precisamente, di *Main Principles* e di *Supporting Principles*) e di più dettagliate *Provisions* (le *cdd. Code Provisions*), chiamati entrambi, con diverso grado di specificazione, al

---

<sup>15</sup> Si afferma che il *Combined Code* “is not a rigid set of rules. Rather, it is a guide to the components of good board practice distilled from consultation and widespread experience over many years”.

<sup>16</sup> “The form and the content of this Part of the Statement” [si allude ai *Main and Supporting Principles*] “are not prescribed, the intention being that companies should have a free hand to explain their governance policies in the light of the principles, including any special circumstances applying to them which have led to a particular approach”.

<sup>17</sup> Vedi quanto abbiamo segnalato alla nota n. 12.

<sup>18</sup> Principio che solo marginalmente è stato scosso della recente crisi finanziaria. Come si può notare, il Walker Report ne conferma la validità chiudendo la porta ad ogni possibilità di una sua sostituzione con un sistema basato sul modello “Sarbanes - Oxley”. Rilievi in argomento, *ex multis*, in J. HAMILTON, *UK Reaffirms Comply or Explain Model for Corporate governance as Financial Crisis Roils*, in .

Riflessioni meno recenti ma di maggior rilievo sistematico sono quelle di A. FAURE-GRIMAUD – S. ARCOT – V. BRUNO, *Corporate governance in the UK: is the Comply-or-Explain Approach Working?*, *Corporate governance at LSE Discussion paper Series*, 1, November 2005, in <http://eprints.les.ac.uk>

compito di fornire linee guida su questioni quali: *a*) la composizione del *board*, ossia dell'organo collegiale composto dai *directors*, corrispondente al nostro Consiglio di amministrazione, *b*) il compenso degli amministratori; *c*) i rapporti con gli azionisti istituzionali. *Principles* e *Provisions* si distinguono, oltre per il differente tasso di specificità, anche perché, in forza della già citata *FSA Listing Rule 9.8.6*, quanto ai primi, le società quotate devono dichiarare, nel loro report finanziario annuale, *come* essi sono stati applicati (“*how the listed company has applied...*”), mentre quanto alle *Provisions* si rende necessario solo dichiarare *se* la società si è adeguata o meno, in tutto o in parte, ad esse (precisamente, a quelle contenute nella *Section 1 Companies*), ed in caso di mancato adeguamento indicando le ragioni del mancato adeguamento.

Netta e conclamata, dicevamo, è la predilezione per la gestione della materia mediante fonti di tipo *self-regulatory* e *principle-based*. Il perché è presto detto: si ritiene che la *corporate governance* sia materia sì di leggi, di regole, di prassi ma, fondamentalmente, sia un problema di *people*, di comportamenti umani e che questi non possano essere irreggimentati in moduli troppo stretti. Una fonte disciplinare non deve, dunque, tradursi in un “*compliance exercise*”, essendo utile, invece, che essa funga da “*means of promoting appropriate behaviour by boards and good communication between boards and shareholders*”. Non obblighi e divieti, allora, ma promozione di adeguati comportamenti ispirati a determinati *principles*<sup>19</sup>.

## **2 I vari progetti di riforma e l’incarico affidato nel 2008 a Sir David Walker**

### **2.1 Il Cadbury Report (1992)**

---

<sup>19</sup> K. COSTA The Consensus of the Governed: Re-imagining Corporate governance, pagina 4 del dattiloscritto che ho potuto consultare per la cortesia dell’Autore, secondo cui una buona Corporate governance è “ethical, open, inclusive, effective in meeting the organisation’s goals and accountable”.

Quella ora delineata è la fotografia dell'attuale modello britannico di disciplina della *corporate governance*, i cui tratti essenziali e quelli fondativi della sua attuale fisionomia iniziano a delinearsi negli anni novanta, con l'inaugurarsi di una lunga stagione di riforme, culminata nel recente progetto di riforma della *governance* delle banche inglesi commissionato a Sir David Walker, ma che è altresì transitata attraverso tappe e momenti di cui occorre necessariamente dare un cenno per il forte condizionamento culturale che essi hanno continuato a produrre fino ad oggi.

I termini essenziali della descritta, lunga stagione riformatrice sono, a nostro avviso, i seguenti:

a) Nel maggio del 1991 il FRC, la *London Stock Exchange* (LSE) e la "Accountancy Profession", ossia l'associazione di coloro che svolgono la professione contabile, istituiscono il *Cadbury Committee*, chiamato, dopo gli scandali finanziari della fine degli anni ottanta (Maxwell, Polly Beck, Barings), ad esaminare in particolare modo la struttura e la responsabilità del *board of directors* - il corrispondente del nostro organo amministrativo collegiale -, il ruolo dei revisori ("auditors")<sup>20</sup> - ossia di coloro che svolgono l'attività di controllo, in particolare contabile - e i diritti e le responsabilità degli *shareholders*, ossia degli azionisti.

---

<sup>20</sup>Per una definizione della figura degli *auditors* v. T. Copnell, "External Audit, Internal Audit and the Audit Committee", in R Smerdon (eds), *A Practical Guide to Corporate governance* (Thomson/Sweet & Maxwell, London 2007), p. 277 ss..

La figura dell'*auditor* è obbligatoria per tutte le società: v. S. 496 CA 2006 dove si prescrive che l'*auditor* della società rediga un report, diretto ai soci, in occasione della redazione del bilancio annuale. La FSA Rule DTR 7.1.1. prevede poi, per le sole società quotate in borsa, l'istituzione dell'*audit committee*, ossia di un organo incaricato di monitorare il processo di informative finanziaria, di controllare l'efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna e, se applicabile, di gestione del rischio, di monitorare la revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidate, di verificare e monitorare l'indipendenza dei revisori legali e dell'impresa di revisione contabile, in modo particolare per quanto riguarda la prestazione dei servizi aggiuntivi a favore della società.

Questo Comitato produce nel 1992 il *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* e le *Recommendations* ivi contenute sono raccolte in un *Code of Best Practice for listed companies* composto di diciannove *Provisions* e di quattordici *Notes*. Il *Code* raccoglie, dandovi sistematicità, le più consolidate *best practices* in materia societaria; è, dunque, fondamentalmente un lavoro di “raccolta”, cosa che fa dire al redattore che “*The basic system of corporate governance in Britain is sound*” (Report, p. 11, 1.7).

Degna di particolare nota è la considerazione che *executive* e *non-executive directors* – quest’ultimi da intendersi come quegli amministratori privi di compiti operativi e non coinvolti nell’attività di “gestione” della società<sup>21</sup>, ma che, ai sensi del CA 2006, sono comunque parificati, quasi a tutti gli effetti, agli *executive directors*<sup>22</sup> - avrebbero potuto svolgere efficacemente ruoli diversi, senza con ciò far venire meno l’idea di unitarietà del *board*<sup>23</sup>. In particolare, ai

---

<sup>21</sup> Ossia, quelli che il codice civile, all’art.2409-*octies*, chiama “amministratori ... che non siano membri del comitato esecutivo ed ai quali non siano attribuite deleghe o particolari cariche e comunque non svolgano, anche di mero fatto, funzioni attinenti alla gestione dell’impresa sociale o di società che la controllano o ne sono controllate”. Ai sensi del Criterio applicativo 2.C.1. del Codice Preda, sono amministratori esecutivi gli amministratori delegati dell’emittente o di una società controllata; quelli che ricoprono incarichi direttivi nell’emittente, in una controllata avente rilevanza strategica, nella controllante; quelli che fanno parte del comitato esecutivo dell’emittente, quando manchi l’amministratore delegato o quando la partecipazione al comitato esecutivo si traduca nel coinvolgimento sistematico dei suoi componenti nella gestione corrente dell’emittente.

<sup>22</sup> E’ naturale collegare tale figura a quella degli amministratori cui sono state delegate dal consiglio di amministrazione proprie attribuzioni di cui all’art. 2381 cod. civ., anche se la coincidenza tra le due figure non è assoluta. Secondo Banca d’Italia, Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche del 4 marzo 2008 “Per non esecutivi si intendono, in linea con le previsioni civilistiche, i consiglieri che non sono membri del comitato esecutivo, non sono destinatari di deleghe e non svolgono, anche di mero fatto, funzioni attinenti alla gestione dell’impresa”.

In argomento vedi anche DE GIOIA-CARABELLESE, *Corporate governance*, amministratori *non-executive* e *auditors* sull’asse Roma-Londra, *Società*, 12/2009, 1560, il quale osserva (p. 1560) come la linea di demarcazione tra gli uni e gli altri amministratori corra su un piano empirico.

<sup>23</sup> Conclusione contestata invece da FINCH, Board Performance and Cadbury on Corporate governance, [1992 *Journal of Business Law*, 1981, p. 584 che ha parlato di “a type of two-tier board, with different directors fulfilling different functions”.

*non-executive* avrebbe dovuto essere affidato il ruolo di verificare i risultati raggiunti dal *board* e, singolarmente, dagli *executives*, e di prenderne la conduzione ogni qualvolta emergessero potenziali conflitti di interesse, specie nei casi di *takeovers*, di successione nella carica, di determinazione dei compensi.

Questo *Code* ha la natura di “*self-administred*” e *voluntary Code* ed inaugura il modello *british* al problema della *corporate governance*: tale modello si differenzia da quello US, caratterizzato da una regolamentazione stringente e contro la cui violazione si può ricorrere all’autorità giudiziaria, essendo di tipo “*principles-based*” e non “*Rule Book-based*” e perché espressione di “*enforced self-regulation*”<sup>24</sup>, sulla scia, peraltro, del *City Code on Takeovers and Mergers*<sup>25</sup>. Un pregio di tale modello, si sostiene comunemente, è quello di consentire a ciascuna società di “modellare” alle proprie specifiche esigenze l’adeguamento alle disposizioni del *Code* ed al *regulator* di partire con un atteggiamento cooperativo avendo però sempre la possibilità di revocarlo, intensificando la propria interferenza, ogni qual volta la società non presti disponibilità alla cooperazione.

Si prevede che dell’adeguamento o meno al *Code*, non obbligatorio, le società diano menzione nel proprio *report* annuale ai soci<sup>26</sup>. Per rendere

---

<sup>24</sup> A DIGNAM, “A principled approach to self-regulation? The Report of the Hampel Committee on Corporate governance”, (1998) 19 *Company Lawyer* 140.

<sup>25</sup> Sul quale, in chiave critica, vedi G. MORSE, *The City Code on Takeovers and Mergers: Self-Regulations or Self-Protection?* [1991] *JBL* 509; V. FINCH, *Board Performance and Cadbury on Corporate governance*, [1992] *JBL* 581.

<sup>26</sup>L’intera *Part 15* del CA 2006 è dedicata a “*Accounts and reports*”, ossia a bilanci ed altra comunicazione finanziaria: dopo una parte introduttiva, dedicata di fatto a tracciare i diversi regime disciplinari in funzione della diversa natura della società in considerazione (“*small companies regime*”, “*quoted and unquoted companies*”), il Ch. 2 si occupa di “*accounting records*”, ossia della documentazione contabile; il 3 definisce il concetto di “*financial year*”, anno finanziario; il 4 disciplina i rendiconti annuali, gli “*annual accounts*” (i quali devono dare un “*true and fair view of the assets, liabilities, financial position and profit or loss...*”: S. 393), anche delle realtà di gruppo (S. 403 ss.); il 5 disciplina i *reports* degli amministratori (“*directors’ report*”); il 6, appunto, il “*directors’ remuneration report*” per le “*quoted companies*”; il 7 la fase di pubblicazione dei *report* e degli *account*; l’8 si occupa di regolare *accounts e reports* nelle “*public companies*”; il 9 ritorna sul “*remuneration*

vincolante questo precetto, LSE modifica subito le proprie *Listing Rules* richiedendo alle proprie *listed companies* di effettuare una dichiarazione riguardo al livello di adeguamento al *Cadbury Code of Best Practice* e spiegare, semmai, “*whether the letter of the rule had been complied with*”. “*Comply or explain*”: “adeguati o – se ritieni di potere attuare una buona *governance* societaria alternativa a quella proposta dal *Code*, spiega perché hai ritenuto preferibile non adeguarti”. La sanzione per la mancata *disclosure* sul punto è la perdita della qualità di *listed company*.

E’ grazie a questo collegamento tra *compliance* e *disclosure* che, come già dicevamo in precedenza, questo modello sfugge alla contrapposizione classica tra *regulation* e *deregulation* configurandosi come un modello *quasi-regulatory* o, come qualcuno lo ha definito, di “*enforced self-regulation*”<sup>27</sup>.

## 2.2 *Il Greenbury Report (1995)*

Nel gennaio 1995, su impulso della *Confederation of British Industry*, viene insediato il *Study Group on Directors’ Remuneration*, presieduto da Richard Greenbury. Il lavoro di questo Gruppo, limitato agli aspetti della remunerazione degli amministratori, si traduce in un *Report* che contiene un *Code of Best Practice for Directors’ Remuneration*<sup>28</sup>. Anche in questo caso,

---

*report*” delle società quotate disciplinando con il S. 439 *Quoted companies: members’ approval of directors’ remuneration report* l’obbligo di informare i partecipanti alla futura assemblea generale dell’intenzione di portare all’approvazione dell’assemblea il rapporto sulla remunerazione degli amministratori; il S. 440 *Quoted companies: offence in connection with procedure for approval* qualifica come “*offence*” la violazione di queste disposizioni; il Ch. 10 *Filing of accounts and reports*, l’11 *revision of defective accounts and reports* e il 12 *Supplementary provisions* chiudono questa importante parte del CA 2006.

<sup>27</sup> Si è parlato, a riguardo, di “*innovation in regulatory design*” e dell’*enforced self-regulation* come innovativo modo di uscita dalla sterile contrapposizione tra *deregulation* e *stronger regulation*. Ogni impresa potrebbe proporre i propri *standard* di autoregolamentazione ma quelle regole diverrebbero applicabili come se fossero state emanate dallo Stato. Il vantaggio sarebbe quello della maggiore efficienza di questo tipo di regolamentazione rispetto a quella proveniente dallo Stato.: così I. AJRES - J. BRAITHWAITE, *Responsive Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 1992, p. 101.

<sup>28</sup> Vedilo in [www.berr.gov.uk/files/file13428.pdf](http://www.berr.gov.uk/files/file13428.pdf).

l'enfasi viene portata sui doveri di *disclosure*<sup>29</sup>, in concreto ponendo in carico ad un comitato interno al *board of directors*, l'*audit committee*, l'obbligo di presentare annualmente agli azionisti un rapporto esplicativo dell'approccio della società al tema della remunerazione degli amministratori.

### 2.3 L'Hampel Report (1998)

L'adeguamento al *Combined Code*, peraltro messo in atto immediatamente da un alto numero di società quotate, aveva intanto fin da subito evidenziato un grave limite che Sir Cadbury contava invece di scongiurare, ritenendolo un limite proprio delle *prescriptive rules*: quello di essere inteso come la formalistica, quasi cavillosa, adesione alle indicazioni codicistiche. Fu così coniata la felice immagine ed espressione di '*box ticking mentality*', ossia della mentalità di chi, al momento di affrontare il problema dell'adeguatezza al *Code* del proprio modello di *governance*, si limitava a chiedersi se le disposizioni del *Code* fossero state rispettate e "*if yes, then the box on a checklist would receive a tick*"<sup>30</sup>. Un approccio, dunque, fortemente burocratico e letterale, ossequioso in senso puramente formale di quelle che, contro gli intenti dei redattori e pur essendo mere *guidelines*, erano ritenute null'altro che *strict and prescribing rules*.

Si rilevò dunque che questo modo di approcciare alle *Recommendations* o ai *principles* contenuti nei *Code* tradiva gli intenti del loro redattore mettendo in secondo piano l'importanza di prestare attenzione, nell'opera di adeguamento alle *Recommendations*, agli elementi caratterizzanti lo specifico modello di

---

<sup>29</sup> Nel sistema giuridico inglese il *duty of disclosure* si sostanzia in più livelli: (a) *statutory requirements* (CA 2006 e FSMA 2000), (b) *common law principles* facenti leva proprio sulla *disclosure*, (c) *disclosure obligations* imposte da *codes of practices* privati. La pervasività del *disclosure concept* nel sistema giuridico inglese ha fatto parlare di "*tremendous faith in the disclosure philosophy with increasing demands for more information to be shared*": C. VILLIERS, *Corporate Reporting and Company Law*, Cambridge University Press, 2006, p. 13.

<sup>30</sup> PETTET'S *Company Law*, 3<sup>a</sup> ed., Person, 2009, p. 198.

*governance*, procedendo ad un adeguamento intelligente, di sostanza, critico. La conclusione fu dunque quella che un buon sistema di *corporate governance* non sarebbe stato ottenuto da (o, quantomeno, solo da) *prescribing structure and rules* cui adeguarsi, ma da *principi di più ampia portata*, capaci di essere applicati in modo flessibile, intelligente e, in particolare modo, con specifico adattamento alle concrete circostanze della specifica situazione.

Il *Cadbury Report* conteneva una *Recommendation* (*Report*, p. 17, 3.12) con la quale si auspicava la costituzione, entro il giugno del 1995, di una nuova Commissione deputata al compito di verificare lo stato di adeguamento al *Report*. Fu perciò che, nel novembre del 1995, viene insediato il “*Committee on Corporate governance*” presieduto da Sir Ronald Hampel, chiamato a rivedere il ruolo degli amministratori, esecutivi e non, a considerare questioni relative alla remunerazione degli amministratori e ad accertare il livello di *compliance* non solo al *Cadbury Code* ma anche al *Greenbury Code*.

Esso si traduce nella presentazione di un *report*<sup>31</sup> contenente una serie di *Principles* ed una proposta di *Code*, il cd. “*Combined Code of Best Practice*”, che abbraccia i risultati di questa commissione e dei due precedenti *Code*. Punto centrale della proposta è la constatazione del consolidamento della perversa prassi del “*box ticking*”, ossia – come già detto - di un modo di intendere le previsioni contenute nei due precedenti *Code* come regole prescrittive cui adeguarsi in modo molto burocratico - e, di conseguenza, l'utilità di stimolare le società a rapportarsi con ampi *principles*, ancor più che a “*detailed guidelines*” come erano quelle dei *Cadbury e Greenbury Codes*. Si scrive che “*Good corporate governance is not just a matter of prescribing particular corporate structures and complying with a number of hard and fast rules*”, e che “*there is a need for broad principles*”<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> Vedilo in <http://www.ecgi.org/codes/documents/hampel.pdf>. Il *Report* si occupò dei compiti dei *directors*, della loro remunerazione, del ruolo degli azionisti e dell'attività di *auditing*.

<sup>32</sup> Così, a riguardo, si pronuncia l'Hampel Committee nell'Hampel Report a p. 9, 11.. Più avanti si affermerà: “2.1 With guidelines, one ask ‘how far are they complied with’” With principles, the right question is: ‘How far are they applied in practice?’ We recommend that companies should include in their

Il *Combined Code* verrà emanato dal LSE il 25 giugno 1998 con l'intitolazione "*Principles of Good Governance and Code of Best Practice*", nella forma di appendice alle (al tempo di propria emanazione) *Listing Rules*. Esso verrà poi fortemente modificato nel 2003. Il risultato più evidente di questo nuovo approccio è l'obbligo delle società, imposto dalle così modificate *Listing Rules* della FSA, di dichiarare da un lato se esse "*complied*", ossia se si sono adeguate alle 42 *Provision* del *Combined Code*, dall'altro, però, anche di dichiarare *se e come* abbiano "*applied*" i 18 *Principles* dello stesso *Code*. Questa disposizione vige tutt'oggi.

#### 2.4 *L'Higgs Report (2003)*

Nel 2002 il Governo incarica Sir Derek Higgs di condurre, alla luce dello scandalo Enron, una breve ed indipendente opera di *review* intorno al ruolo dei *non executive - directors*. Il *report* definitivo (*A Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors*) viene presentato il 20 gennaio 2003.

I rilievi ivi contenuti confluiranno in grande parte nell'opera di revisione del *Combined Code* effettuata nel 2003 e si sostanzieranno, in grande sintesi, in ciò: *a)* le funzioni di Presidente del *Board* – cui spetta organizzare i lavori del consiglio e fungere da raccordo tra amministratori esecutivi e non esecutivi - e di *Chief Executive Officer* - che, in virtù delle deleghe e dei poteri ricevuti, è il principale responsabile della gestione della società - devono essere svolte da persone diverse; *b)* almeno metà dei componenti del *board*, escluso dal

---

annual report and accountants a narrative statement of how they apply the relevant principles to their particular circumstances. Given that the responsibility for good Corporate governance rests with the board of directors, the written description of the way in which the board has applied the principles of Corporate governance represents a key part of the process. We do not prescribe the form or context of the statement which could conveniently be linked with the compliance statement required by Listing Rules".

conteggio il Presidente, devono essere “*independent non-executives*”, e saranno questi a comporre i due più importanti comitati di controllo, l’*audit* e il *remuneration*; c) il concetto di indipendenza degli amministratori va reso più stringente anche se, alla fin fine, si lascia che la valutazione della sua sussistenza rimanga di competenza del *board*; d) a tutti gli amministratori viene richiesto di tenere aggiornate le proprie competenze; e) la remunerazione degli amministratori esecutivi dovrà essere strettamente collegata ai risultati ottenuti; f) andranno rafforzate le responsabilità dell’*audit committee*.

La filosofia di fondo resta quella dei precedenti lavori, basata sull’adesione entusiastica al modello “*comply or explain*” ritenuto decisamente più efficiente di quello US di tipo “*rule based*” che sbaglia nel pretendere di *dictate the behaviour*, di prescrivere comportamenti, quando invece occorre flessibilità ed intelligente discrezione: nell’introduzione al *Report* si legge infatti che “*The Combined Code and its philosophy of “comply or explain” is being increasingly emulated outside the UK. It offers flexibility and intelligent discretion and allows for the valid exception to the sound rule. The brittleness and rigidity of legislation cannot dictate the behaviour, or foster the trust, I believe is fundamental to the effective unitary board and to superior corporate performance*”.

## 2.5 L’Walker Review (2009)

Arriviamo dunque ai giorni nostri. Ciò che oramai è noto ai più come il “Walker Review” è, più precisamente “*A review of corporate governance in Uk banks and other financial industry entities*”, revisione affidata all’inizio del 2009 dal Governo inglese a Sir David Walker – già *Assistant Secretary at the Treasury* ed in precedenza uno dei quattro *executive directors* alla *Bank of England*, oltre che banchiere di rilievo internazionale.

Originariamente, a Sir Walker fu affidato l'incarico di esaminare, alla luce dell'esperienza maturata durante la crisi finanziaria del 2008, la *corporate governance* delle sole banche e compagnie di assicurazione *UK-resident* – sia quelle quotate al *London Stock Exchange* sia quelle le cui controllanti sono quotate altrove -, per poi presentare al Governo i propri suggerimenti, in particolare modo nelle seguenti aree:

l'efficacia dell'attività di gestione del rischio;

il rilievo assegnato alla capacità, all'esperienza, all'indipendenza dei componenti gli organi amministrativi delle banche;

l'efficacia delle *board practices* e l'efficienza dei comitati *audit*, rischi, remunerazione, nomine;

il modo in cui gli investitori istituzionali si relazionano con la società e controllano l'operato degli amministratori;

più in generale, il livello di corrispondenza del modello di *governance* UK alla prassi internazionale e come possono essere sviluppate *best practices* nazionali ed internazionali.

Il 21 aprile del 2009 l'originario incarico fu allargato per farvi comprendere non solo: *a)* le banche e le compagnie di assicurazione sulla vita ma anche *b)* altre istituzioni finanziarie come, ad esempio, i gestori di fondi e le compagnie di assicurazione non sulla vita (ossia, le *general insurers*). Ad accomunare queste entità, tra sé e nei confronti di banche ed assicurazioni sulla vita, ed a differenziarle dalle altre tipologie di imprese escluse dall'ambito dell'indagine vi sta, si nota, il maggior rischio sistemico che le caratterizza (*Review*, p. 26).

La rivisitazione in chiave critica e propositiva della materia della *corporate governance* effettuata sulla base di tale mandato è transitata, come è prassi, attraverso un ampio processo di *consultation* – che ha preso corpo subito dopo la presentazione di un “*consultation document*”, reso pubblico il 16 luglio 2009 – ed è giunta al suo epilogo con la presentazione - il 26 novembre 2009 -

delle trentanove “*final Recommendations*”<sup>33</sup>. Queste sono accompagnate da una articolata analisi (distribuita in centoventisette pagine accompagnate da una serie di allegati) ripartita nei seguenti sette capitoli: 1°) introduzione ed ambito della riflessione; 2°) il ruolo e la formazione del consiglio di amministrazione; 3°) le sue dimensioni, la sua composizione, la qualificazione professionale dei suoi componenti; 4°) il suo funzionamento e la valutazione della sua *performance*; 5°) il ruolo degli azionisti istituzionali 6°) la gestione del rischio; 7°) le remunerazioni di amministratori e *top management*.

Il loro obiettivo è quello di:

essere recepite in atti normativi ancora in discussione in Parlamento: è questo il caso di talune proposte, peraltro abbastanza marginali, in materia di compensi agli amministratori, di cui si propone l’adozione all’interno del *Financial Services Act*, di cui daremo conto a breve;

spingere alla modifica di talune prescrizioni regolamentari emanate da FSA e del *Combined Code* – ed è questo il corpo disciplinare che dovrebbe ospitare il numero maggiore di modifiche; infine,

portare ad un più generico e spontaneo cambio di comportamenti, prassi, modi di relazionarsi da parte di FSA, FRC, *institutional investors*, nei confronti della materia della *bank governance*.

Non sono invece previste modifiche al CA 2006. Infatti, come abbiamo già detto e come diremo meglio nel corso del lavoro, il *Review* ha respinto come inutile e forse anche come dannosa una modifica del regime legale della responsabilità dei *directors*, che è materia disciplinata dal CA 2006, ed ha suggerito che *executives* e *non executives*, pur svolgendo ruoli diversi, continuino a condividere la stessa responsabilità all’interno di ciò che si ritiene debba restare un *unitary board*.

Esamineremo l’impatto concreto delle *Recommendations* nell’ultimo paragrafo di questo lavoro.

---

<sup>33</sup> Questi documenti sono riprodotti nel sito di HM Treasury ([www.hm-treasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hm-treasury.gov.uk/walker_review_information.htm))

### **3 L'analisi delle problematiche della governance delle banche emerse alla luce della crisi finanziaria secondo il Walker Review.**

E' ora di scendere all'esame delle *Recommendations* formulate da Sir Walker. Ritenendo però utile offrire al lettore una chiave di lettura di tale sforzo riformatore che preceda la specifica analisi dei singoli aspetti della materia affrontati e ne agevoli la comprensione, evidenziamo i seguenti aspetti, che riteniamo i più significativi.

In scia con una consolidata tradizione, anche il contenuto di queste *Recommendations* indulge poco verso una stringente prescrittività, caratterizzandosi invece per l'ampia discrezionalità rimessa alle parti nell'applicazione, caso per caso, dei suggerimenti proposti. Un'eccezione sarà fatta solo con riguardo al rilevante tema della struttura della remunerazione (v., *infra*, la *Recommendation* n. 33). Il sostegno teorico all'adesione al modello in essere è reso chiaro da queste parole: *Governance practices* – si osserva – “*are, by their nature, organic, dynamic and behavioural rather than akin to black letter regulation*” (R., 1.16, p. 28) ed un eccesso di prescrittività produrrebbe solo maggiore rigidità; una rivitalizzazione della oramai nota “*box-ticking conformity*”; costi di adeguamento.

Invero, rilevato come la materia della corporate governance apparisse come “*an amalgam of primary legislation, prescriptive rules, ‘comply or explain’ codes of best practices, custom and market incentive*” Sir Walker si era posto il dubbio se “*in the wake of a severe financial crisis, is whether these hybrid arrangements for corporate governance in the UK should, at least in respect of BOFIs, be replaced by a more clearly statute-based structure designed to deliver a model and outcomes closer to a corporate governance ‘ideal’*” (Review, p. 23, 1.3). La risposta, come abbiamo già scritto, è negativa. Nonostante la constatazione dell'impatto disastroso della crisi finanziaria sulle banche britanniche e di come esso abbia messo in luce serie crepe nell'attività di

*governance* delle stesse, il giudizio in ordine al “*comply or explain approach*” è positivo (R., p. 11, 31), avendolo definito “*a core element in the Uk model*”. Ciò non toglie che si riconosca che, ad evitare lo scivolamento nella *box-ticking mentality* ed una prevalenza dell’osservanza formale su quella sostanziale, il modello “*comply or explain*” dovrebbe essere effettivamente meglio inteso come un modello di “*apply or explain*”.

Per quanto riguarda in particolare il tema dei doveri degli amministratori, si ribadisce la persistente validità di un modello disciplinare che dia loro un’ampia libertà decisionale *preventiva* e che li sottoponga ad un controllo del loro operato di tipo postumo. Da ciò il rifiuto di proporre modifiche al CA 2006. Rilevante appare invece, si afferma, che, *ex ante*, si suggeriscano *guidelines* in ordine ad aspetti quali: *i*) la qualità professionale degli amministratori, *ii*) il modo di operare dei consigli di amministrazione, *iii*) la strutturazione di appropriati sistemi retributivi incentivanti, relegando l’a “*black letter regulation*”, ossia l’intervento del legislatore, ai soli casi in cui esso si renda davvero indispensabile (R., p. 28, 1.16). Sul punto ci intratterremo più specificamente al § 3.1.1.

Nell’ambito di un modello del tipo “*comply or explain*”, centrale è l’attività di *disclosure* e, ancor più, di *explanation*, anch’essa da compiersi non già come un atto dovuto - l’ennesimo appesantimento burocratico - ma come un atto meditato e critico, diretto a consentire agli *shareholders* di capire come abbia la società effettivamente applicato i *principles* o quali siano le ragioni del mancato adeguamento alle *provisions* dello stesso.

Passiamo ora ad esaminare i più importanti rilievi formulati nel *Review* e le *Recommendations* formulate, seguendo l’ordine del *Review* e partendo dunque dalle osservazioni sul ruolo e la composizione del *board of directors*<sup>34</sup>, ossia

---

<sup>34</sup> Ai sensi della S. 250 Directors “In the Companies Acts “director” includes any person occupying the position of director, by whatever name called”. La S 261 Minor definitions CA 2006, dispone che per “director” si intende “any person occupying in relation to it the position of a director (by whatever name called) and any person in accordance with whose directions or instructions (not being advice given in a

dell'organo collegiale composto da coloro che l'assemblea abbia nominato *directors*, ossia amministratori. Per comodità chiameremo il *board of directors* anche consiglio di amministrazione, chiarendo fin d'ora che il CA 2006 (al pari, ovviamente, delle sue precedenti versioni) non delinea, come invece ha fatto il codice civile italiano dopo la riforma del diritto societario) *sistemi* di amministrazione, né presume la validità di quello solo "one tier", ossia monistico. Il CA 2006 si limita a stabilire, alla sua S. 154 *Company requie toh ave a director*, che la *private company* può avere un solo amministratore, la *public company* almeno due<sup>35</sup>. Questi due, o più di due, divengono, nelle Ss. seguenti, "board of directors" che è il frammento della fattispecie di numerose disposizioni (SS. 414, 419, 422 ecc.) senza che mai, però, esso assurga a oggetto specifico di disciplina nei termini conosciuto dal giurista italiano.

Nulla si dice infatti sulla presidenza di quel *board*, sui comitati al suo interno, sugli organi delegati e così via: il CA 2006 disciplina la materia dell'amministrazione della società solo

### 3.1 *Il ruolo e la composizione del Consiglio di amministrazione*

Il quadro disciplinare essenziale dal cui esame il *Review* prende le mosse vede al centro il *Combined Code*. Ai fini che ora ci interessano rileva quanto segue:

ai sensi del *Principle A.1* ogni società dovrebbe essere guidata da un *board of directors*, ed ogni suo membro risponde del successo della società<sup>36</sup>;

---

professional capacity) the directors of the body are accustomed to act". Si tratta dunque di una definizione attenta al profilo funzionale di questa figura.

<sup>35</sup> Sulla distinzione v. S. 4 *Private and public companies*. La differenza essenziale tra le due figure è che le prime – che sono tutte quelle società che non risultino tali dal certificato di *in corporation* e non vengano registrate come *public companies* - non possono fare appello al pubblico risparmio.

<sup>36</sup> "Every company should be headed by an effective board, which is collectively responsible for the success of the company".

per essere strettamente aderente al *Combined Code*, il Consiglio dovrebbe prevedere un Presidente (*Chairman*) che non presieda un'altra *FTSE100 Company*<sup>37</sup>; un *Chief Executive*, diverso dal *Chairman* perché non si concentri una quantità eccessiva di potere in capo ad un solo amministratore; e dovrebbe essere composto sia da amministratori *executive* sia da amministratori *non-executive* (*Supporting Principle A.3*), indipendenti come no;

ai sensi della *Code Provision A.2.2*, il *Chairman* dovrà avere, al momento dell'assunzione dell'incarico, le caratteristiche di indipendenza indicate dallo stesso *Code* alla *Code Provision A.3.1*. Questo significa che il CEO non potrà ambire alla carica di Presidente; in linea con i propri intenti di flessibilità, però, il *Combined Code* lascia aperta la porta per una soluzione differente, a condizione che ciò avvenga per ragioni eccezionali e i maggiori azionisti vengano coinvolti nella decisione (*A.2.2*);

almeno metà dei componenti del Consiglio, escluso il Presidente, deve essere fatta di “*non-executive directors*” che con deliberazione consiliare si sia ritenuto abbiano la caratteristica di indipendenza. All'interno di questo gruppo, uno dovrà poi essere nominato “*senior independent director (SID)*”, con il principale compito (*A.3.3*) di mettersi a disposizione degli azionisti qualora questi non riescano a dialogare facilmente con il Presidente del Consiglio di amministrazione, con l'amministratore delegato (CEO) o con il tesoriere (CFO);

gli amministratori indipendenti dovrebbero comunque non essere in numero inferiore a tre, ciò per rispettare la *Code Provision B.2.1* che richiede che il Comitato *Audit*, al pari di quello remunerazioni, abbia al suo interno almeno tre amministratori non esecutivi indipendenti. Almeno un membro di quest'ultimo Comitato deve avere altresì “*recent and relevant financial experience*” (*Code Provision C.3.1*).

---

<sup>37</sup> E' l'indice delle cento più capitalizzate società britanniche quotate al LSE.

Con specifico riguardo ai doveri degli amministratori<sup>38</sup>, ricordiamo che essi sono fissati e disciplinati nella legge e in talune disposizioni di tipo regolamentare, e precisamente:

a) nella *Part 9 (A Company's Director, Chapter 2 General duties of directors)*<sup>39</sup>, del CA 2006, Ss. 171 – 178, mentre la S. 179 (*Civil consequences of breach of general duties*) si limita a disporre che, in caso di violazione degli obblighi posti in capo agli amministratori, le conseguenze patrimoniali di tali violazioni siano le stesse che si sarebbero verificate se fosse stata applicata la corrispondente disposizione di *common law* o il corrispondente principio di *equity*. Ciò si spiega con il fatto che la *Part 9* è il frutto del processo di codificazione di questa materia che, in precedenza, era disciplinata dalla *Common law* e dall'*Equity*: a tacere della S. 179, la S. 170, al suo terzo comma, precisa che “*the general duties are based on certain common law rules and equitable principles as they apply in relation to directors*”, aggiungendo poi che le nuove regole sostituiscono le precedenti (“*have effect in place of those rules as regards the duties owed to a company by a director*”)<sup>40</sup>. Nella *Part 9* vengono posti in capo agli amministratori i seguenti *general duties*<sup>41</sup>:

---

<sup>38</sup> Esaminati molto attentamente anche dalla dottrina italiana: per tutti v. G. CONTE, *Sulla riforma del diritto societario del regno Unito e sul rapporto tra case law e statutory law*, in *Riv. Dir. Comm.*, p. 470 ss..

<sup>39</sup> Composto di una *Introductory*, di sette articoli rubricati *The general duties*, di altri quattro rubricati *Supplementary provisions*.

<sup>40</sup> Il rapporto tra vecchie regole di *case law* e di *equity* e nuove disposizioni *statutory* è, evidentemente, un nodo che il legislatore britannico non riesce a sciogliere con nettezza visto che, la stessa S. 170, dopo aver disposto quanto abbiamo appena ricordato, prevede al suo 4° comma che queste ultime debbano essere interpretate “*in the same way as the common law duties or equitable principles*” e che l'interpretazione e l'applicazione dei doveri generali (*general duties*) posti in capo agli amministratori deve essere svolta prestando particolare riguardo alle “*common law rules and equitable principles*”.

<sup>41</sup> Vedili accuratamente esaminati, *ex multis*, in *Palmer's Company Law Annotated Guide to the Companies Act 2006*, Thomson Sweet & Maxwell, 2007, p. 163 ss.. Vedi anche *Corporate governance and the Duties of Company Directors*, ed. I. RAMSAY, Melbourne, 1997.

i) di operare all'interno dei poteri ricevuti (S. 171 - *Duty to act within powers*)<sup>42</sup>, che si traduce nell'obbligo di agire nel rispetto della “*company's constitution*” ed in quello di esercitare i propri poteri per i soli scopi per i quali sono stati conferiti;

ii) di promuovere il successo della società (S. 172 - *Duty to promote the success of the company*)<sup>43</sup>, avendo riguardo: - alle probabili conseguenze *di lungo periodo* di ciascuna decisione; - agli interessi dei dipendenti, dei fornitori e dei clienti; - all'impatto di ogni operazione sulla comunità e sull'ambiente; - alla reputazione della società<sup>44</sup>. Si presti l'attenzione intorno all'obbligo di valutare le probabili conseguenze *nel lungo periodo* di ogni decisione, che esprime il disfavore legislativo verso quelle condotte degli amministratori attente (spesso per ragioni interessate) alle sole conseguenze “a breve” delle proprie decisioni<sup>45</sup>. L'esperienza maturata nel corso della recente crisi

---

<sup>42</sup> S. 171: “*A director of a company must— (a) act in accordance with the company's constitution, and (b) only exercise powers for the purposes for which they are conferred*”.

<sup>43</sup> Che così prevede: “(1) A director of company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to- (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need of act fairly as between members of the company. (2) Where or to the extent that the purposes of the company consist or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for benefit of its members were to achieving those purposes. (3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company”.

<sup>44</sup> Ricorda G. CONTE, op. cit., p. 471, che quella della “promozione del successo” della società è formula che prende il posto di quella, di ispirazione di *common law*, di agire in buona fede per perseguire “*the best interests of the company*”.

<sup>45</sup> Si è scritto che l'introduzione di questo fattore di ispirazione dell'operato degli amministratori “*highlights the importance that Government places on introducing 'long-termism' to modern company law*”: Palmer's, op. cit., p. 169. E' sempre G. CONTE, *Sulla riforma*, cit., p. 476, nt. 38, a precisare come nel libro bianco “Company Law Reform” del 2005 si fosse proposto di richiedere all'amministratore di tenere conto delle

finanziaria ha messo in luce la scarsa efficacia di questa disposizione. Ritroveremo echi dell'importanza di ristabilire un “*long-termism approach*” quando esamineremo le proposte del *Review* in ordine alla strutturazione delle remunerazioni degli amministratori (*infra*, §. \*);

iii) di esprimere giudizi in modo indipendente (S. 173 – *Duty to exercise independent judgment*)<sup>46</sup>;

iv) di usare la dovuta attenzione, perizia, diligenza (S. 174 – *Duty to exercise reasonable care, skill and diligence*)<sup>47</sup>;

---

conseguenze “a breve e a lungo termine” del suo operato, e come poi, in ultima stesura dell'articolato di legge, sia scomparso il riferimento al breve termine.

<sup>46</sup> La S. 173 dispone che “(1) A director of a company must exercise independent judgement. (2) This duty is not infringed by his acting – (a) in accordance with an agreement duly entered into by the company that restricts the future exercise of discretion by its directors, or (b) in a way authorised by the company’s constitution.”

<sup>47</sup> Ossia quella che verrebbe usata da una persona diligente, con la generale conoscenza, competenza ed esperienza che si possa ragionevolmente chiedere ed aspettarsi da una persona che eserciti funzioni esercitate dall'amministratore in relazione alla società e con la generale conoscenza, cura ed esperienza che l'amministratore effettivamente possiede. La S. 174 dispone infatti che “(1) A director of a company must exercise reasonable care, skill and diligence. (2) This means the care, skill and diligence that would be exercised by a reasonably diligent person with – (a) the general knowledge, skill and experience that may reasonably be expected of a person carrying out the functions carried out by the director in relation to the company, and (b) the general knowledge, skill and experience that the director has”.

Quanto indicato dalla lettera (a) costituisce il cd. “*objective test*”, ossia il punto di riferimento primario del giudizio sulla presenza delle descritte qualità; quanto indicato dalla lettera (b), invece, il cd. “*subjective test*”, che segna il riconoscimento del principio che, quando un amministratore possiede speciali competenze e qualità, in quel caso gli sarà richiesto di adeguarsi al livello più alto: *Re D'Jan of London Ltd* [11993] B.C.L.C. 646.

Quello indicato è il cd. *dual test (of care and skill)*, mutuato dall'*Insolvency Act* 1986, Section 214(4) e con il quale si cambiò radicalmente la tradizionale posizione – molto lassista - verso i doveri degli amministratori derivante da *Re City Equitable Fire Assurance Co Ltd* [1925] Ch 407, ma, ancor più, da *Marquis of Bute's Case* [1892] 2 Ch 100 (dove Mr. Marquis – nominato presidente di una banca all'età di sei mesi - non fu ritenuto responsabile di aver violato i propri doveri di amministratore nonostante avesse partecipato ad una sola riunione del *board* in trentotto anni). In argomento v. anche P. DE GIOIA-CARABALLESE, *I doveri dei “members” del “Board of Directors” e le relative responsabilità in Regno Unito alla luce del nuovo Companies Act 2006*, in *Società*, 2009, 784, 798.

v) di evitare conflitti di interesse (S. 175 – *Duty to avoid conflicts of interest*)<sup>48</sup>;

vi) di non accettare vantaggi, benefici (*benefits*) da terze parti (176 – *Duty not to accept benefits from third parties*), ad eccezione dei casi in cui l'accettazione di tale vantaggio o beneficio non sia di tale entità o natura da fare escludere che possa far sorgere un conflitto di interessi<sup>49</sup>;

vii) di dichiarare preventivamente di essere portatori di interessi personali negli affari o nei contratti che si è proposto di concludere (S. 177 – *Duty to declare interest in proposed transaction or arrangement*)<sup>50</sup>. Come si

---

<sup>48</sup> S. 175: “A director of a company must avoid a situation in which he has, or can have, a direct or indirect interest that conflicts, or possibly may conflict, with the interests of the company. (2) This applies in particular to the exploitation of any property, information or opportunity (and it is immaterial whether the company could take advantage of the property, information or opportunity). (3) This duty does not apply to a conflict of interest arising in relation to a transaction or arrangement with the company. (4) This duty is not infringed— (a) if the situation cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest; or (b) if the matter has been authorized by the directors. (5) Authorization may be given by the directors— (a) where the company is a private company and nothing in the company’s constitution invalidates such authorization, by the matter being proposed to and authorized by the directors; or (b) where the company is a public company and its constitution includes provision enabling the directors to authorize the matter, by the matter being proposed to and authorized by them in accordance with the constitution. (6) The authorization is effective only if— (a) any requirement as to the quorum at the meeting at which the matter is considered is met without counting the director in question or any other interested director, and (b) the matter was agreed to without their voting or would have been agreed to if their votes had not been counted. (7) Any reference in this section to a conflict of interest includes a conflict of interest and duty and a conflict of duties”.

<sup>49</sup> S. 176: “(1) *A director of a company must not accept a benefit from a third party conferred by reason of— (a) his being a director, or (b) his doing (or not doing) anything as director.* (2) *A “third party” means a person other than the company, an associated body corporate or a person acting on behalf of the company or an associated body corporate.* (3) *Benefits received by a director from a person by whom his services (as a director or otherwise) are provided to the company are not regarded as conferred by a third party.* (4) *This duty is not infringed if the acceptance of the benefit cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest.* (5) *Any reference in this section to a conflict of interest includes a conflict of interest and duty and a conflict of duties”.*

<sup>50</sup> S. 177: “(1) If a director of a company is in any way, directly or indirectly, interested in a proposed transaction or arrangement with the company, he must declare the nature and extent of that interest to the other directors. (2) The declaration may (but need not) be made— (a) at a meeting of the directors, or (b) by notice to the directors in accordance with— (i) section 184 (notice in writing), or (ii) section 185

comprende agevolmente, questi ultimi tre articoli convergono tutti, e non solo il primo dei tre, nell'opera di disciplina della materia dei conflitti di interesse.

b) nella *Part 43 (Transparency obligations and related matter)* dello stesso CA 2006, all'interno della quale le S. 1269 (*Corporate governance rules*) e 1273 (*Corporate governance regulations*) si occupano della materia ora in esame, pur limitandosi a disporre che le disposizioni ivi contenute vadano ad integrare il FSMA Act 2000<sup>51</sup>. Ricordiamo che la *Part 43* è il frutto del recepimento, da parte dell'UK, della direttiva comunitaria 2004/109 (*Transparency obligations directive*).

c) in talune prescrizioni regolamentari emanate dal *Financial Services Authority* ai sensi del *Financial Services and Markets Act 2000*, e nelle già citate *FSA Listing Rules* e *FSA Disclosure and Transparency Rules*.

“Doveri” in senso stretto, per quanto abbiamo già scritto, non se ne trovano nel *Combined Code* in quanto esso, come si precisa nel *Preamble*, non contiene regole in senso stretto ma “*standards of good practice*”. Esso vuol essere solo una sorta di “guida” agli amministratori, figlia dell'esperienza e

---

(general notice). (3) If a declaration of interest under this section proves to be, or becomes, inaccurate or incomplete, a further declaration must be made. (4) Any declaration required by this section must be made before the company enters into the transaction or arrangement. (5) This section does not require a declaration of an interest of which the director is not aware or where the director is not aware of the transaction or arrangement in question. For this purpose a director is treated as being aware of matters of which he ought reasonably to be aware. (6) A director need not declare an interest— (a) if it cannot reasonably be regarded as likely to give rise to a conflict of interest; (b) if, or to the extent that, the other directors are already aware of it (and for this purpose the other directors are treated as aware of anything of which they ought reasonably to be aware); or (c) if, or to the extent that, it concerns terms of his service contract that have been or are to be considered— (i) by a meeting of the directors, or (ii) by a committee of the directors appointed for the purpose under the company's constitution”.

<sup>51</sup> Secondo quanto disposto dal CA 2006, inserite – con decorrenza 8 novembre 2006 - dentro la *Part 6 Official Listing* del FSMA Act 2000. Per quanto oggi ci interessa, la materia della *Corporate governance* viene regolata dalla S. 89° *Corporate governance rules*, dalla S. 90° *Compensation for statements in certain publications*, dalla S. 90B *Power to make further provisions about liability for published information*. Il recepimento della *Transparency Directive* è avvenuto mediante emanazione, da parte della FSA e nel gennaio 2007, delle *DTR Disclosure and Transparency Rules* (in <http://fshandbook.info>).

della discussione tra gli operatori del settore<sup>52</sup>, che lascia alla società di valutare come attuare in concreto, alla luce dei *Principles*, la propria *corporate governance*<sup>53</sup>. A differenza del Company Act – che è un sistema *rule-based* - esso è solo un *code of best practice* dove la prescrittività è sostanzialmente bandita”.

Ciò detto, l’analisi parte dalla considerazione che alcuni *BOFI board*, ossia i consigli di amministrazioni di banche o altre istituzioni finanziarie, hanno resistito al “*market storm*” (e si allude, ovviamente, a quella scoppiata alla fine del 2008) meglio di altri pur essendo tutti soggetti agli stessi “*regulatory regimes*”. Questa circostanza viene considerata indicativa di come possano concretamente incidere, in contesti di crisi come quella indicata, la qualità e la funzionalità dei singoli modelli di *governance*. Le questioni trattate ed a cui viene data risposta sono le seguenti.

### *3.1.1. Sulla responsabilità dei componenti del consiglio di amministrazione*

Ci si chiede anzitutto se estendere la responsabilità dei componenti del Consiglio di amministrazione, quantomeno di quelli delle banche, al punto da includervi anche una responsabilità diretta verso *stakeholders* quali i depositanti (“*depositors*”), coloro che detengono una polizza assicurativa (“*policyholders*”), i dipendenti (*employees*), o, perfino, agglomerati più ampi quali i contribuenti (*taxpayers*), recentemente chiamati a sostenere il peso economico dei salvataggi bancari.

La risposta (R. 2.4, p. 34, ma si veda anche l’*Annex 3*, p. 137) che viene data è priva di incertezza nel negare l’utilità di un allargamento dell’ambito dei

---

<sup>52</sup> Si afferma che il Combined Code “is not a rigid set of rules. Rather, it is a guide to the components of good board practice distilled from consultation and widespread experience over many years”.

<sup>53</sup> “The form and the content of this Part of the Statement” [si allude ai Main and Supporting Principles] “are not prescribed, the intention being that companies should have a free hand to explain their governance policies in the light of the principles, including any special circumstances applying to them which have led to a particular approach”.

soggetti direttamente protetti: *i*) si rischierebbe di minare le fondamenta giuridiche e contrattuali sulla quali poggia da sempre il sistema economico britannico, ingenerando il sospetto negli investitori in ordine al valore dei propri investimenti azionari con il rischio di un esodo da tali investimenti ed il conseguente aumento di costo del capitale (*Annex 3*, p. 137); *ii*) un buon modello di *governance* dovrebbe limitarsi ad assicurare che i consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie siano composti e condotti in modo da prestare una maggiore attenzione agli interessi dei soggetti cui già oggi devono rendere conto ed a cui già oggi devono rispondere. Aggiungerne altri, si afferma, intralcerebbe quel compito piuttosto che agevolarlo<sup>54</sup>.

Respinte vengono altresì altre proposte emerse nel corso della *Consultation*, quali quella di creare una nuova figura di amministratore cui demandare il compito di prestare speciale attenzione agli interessi pubblici, il *non- executive director for public interest*; o quella di rendere obbligatoria la presenza in consiglio di rappresentanti dei piccoli azionisti o dei dipendenti: novità, si è replicato (*Annex 3*, p. 137) che renderebbero più complesso agli amministratori non esecutivi il fatto di stare concentrati sulle più importanti questioni strategiche.

### *3.1.2. Se sia preferibile il sistema “one-tier” o quello “two-tier”*

Il cattivo servizio manifestato dal sistema “*one-tier*” (per noi: “monistico”) nel Regno Unito come in USA ha spinto molti partecipanti alla *consultation* e comunque molti soggetti interessati a suggerire la possibilità di adottare o stimolare l’adozione il modello “*two – tier*” (ossia, il modello tedesco, per noi “dualistico”). Si è in particolare sostenuto che, ove quest’ultimo è stato adottato (in Germania), esso ha prodotto buoni risultati grazie alla

---

<sup>54</sup> “Adding to the list would hinder rather than help”, Review, 2.4, 34.

possibilità concessa al Consiglio di sorveglianza (*supervisory board*) di modificare o perfino di bloccare proposte strategiche senza generare quella “*interpersonal tension*” che tipicamente nasce, invece, se queste possibilità si sviluppano all’interno di un Consiglio unico (“*unitary board*”).

Prima di esaminare la risposta data nel *Review* a questa sollecitazione va chiarito che l’adozione del sistema dualistico sarebbe comunque già ora ammissibile nel Regno Unito, considerato che la *company law* non esclude apertamente tale possibilità. Quanto alla sostanza della questione, nel *Review* si osserva che:

*i)* considerata l’ammissibilità già oggi dell’adozione del sistema “*two-tier*” e il disinteresse degli azionisti verso questo sistema, il punto nodale è la comparazione dell’efficienza dei consigli di amministrazione secondo i due modelli;

*ii)* impostato il problema in questi termini, si afferma (R., 2.6, p. 35) che il modello “*two-tier*” non sembra in grado di assicurare ai membri del Consiglio di sorveglianza quella qualità e puntualità del flusso informativo che sono generalmente considerate essenziali per i membri *non-executives* di un unico Consiglio;

*iii)* il fatto che i membri dei due consigli si riuniscano separatamente aggrava le difficoltà nello scambio informativo ed impedisce un buon travaso delle competenze dei rispettivi componenti, circostanze che, invece, vengono ritenute molto importanti in sede di assunzione delle decisioni consiliari. Il giudizio finale è che il “*two-tier model*” non ha fornito durante la crisi finanziaria risposte migliori di quanto fatto invece da quello “*one-tier*”, sicché non c’è ragione per suggerirne l’adozione.

Quanto al ruolo degli amministratori non esecutivi, pur dandosi atto dell’enorme complessità tecnica della materia bancaria finanziaria, si ribadisce la convinzione dell’importanza del loro ruolo nel processo di discussione e di

assunzione delle decisioni sulla strategia aziendale, preferibile ad un sistema che demandasse la determinazione della strategia ai soli *executives*<sup>55</sup>.

### 3.1.3. Sui rispettivi ruoli degli amministratori esecutivi e non esecutivi e sul potenziale contributo di questi ultimi: “the new culture of challenge”

E' categorico il rifiuto di introdurre differenti regimi (*statutory*) di responsabilità per amministratori esecutivi e non: si sostiene, infatti, che tale separazione non porterebbe alcun vantaggio mentre potrebbe perfino indebolire la concezione dell'unitarietà del consiglio e della conseguente unitaria responsabilità dei suoi componenti<sup>56</sup>.

Si ritiene, invece, che sia sufficiente confermare la semplice e consolidata distinzione di ruoli, riconosciuta anche nel *Combined Code* nella cui *Schedule B (Guidance on liability of non-executive directors: care, skill and diligence)* si ammette che gli amministratori non esecutivi possano dedicare meno tempo alla carica amministrativa di quello spettante agli amministratori esecutivi, il che già ora si ritiene possa di fatto tradursi in una ragione di affievolimento della responsabilità dei primi<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> Va ricordato che, ai sensi del Supporting Principle del *Combined Code*, “non-executive directors should constructively challenge and help develop proposals on strategy...”.

<sup>56</sup> Nel sistema giuridico del Regno Unito i doveri posti in capo agli amministratori (*care, skill, diligence*) sono gli stessi per quelli esecutivi e quelli non esecutivi (*Dorchester Finance Co Ltd v Stebbing* [1989] BCLC 498) e la loro responsabilità è solidale. E' comunque altresì consolidata la convinzione che la maggiore competenza ed esperienza di un amministratore rispetto ad un altro vada tenuta in considerazione nella valutazione della conformità del suo operato a diligenza e perizia.

<sup>57</sup> Review, p. 35, 2.9. La *Schedule B: Guidance on liability of non-executive directors: care, skill and diligence* così recita: “Although non-executive directors and executive directors have as board members the same legal duties and objectives, the time devoted to the company's affairs is likely to be significantly less for a non-executive director than for an executive director and the detailed knowledge and experience of a company's affairs that could reasonably be expected of a non-executive director will generally be less than for an executive director. These matters may be relevant in assessing the knowledge, skill and experience which may reasonably be expected of a non-executive director and therefore the care, skill and diligence that a non-executive director may be expected to exercise”.

#### *3.1.4. Sull'opportunità di imporre alle maggiori banche un "break-up"*

Ancor prima che il Presidente USA, nel gennaio del 2010, aprisse le ostilità contro le banche "too big too fail" proponendo una serie di drastiche misure contro le banche operanti in USA, nel *Review* veniva affrontata la tradizionale tematica degli effetti negativi, anche a livello sistemico, della grande complessità ed ampiezza delle maggiori banche. Anche su questo punto, però, il giudizio è netto: uno "spezzatino" forzato delle attività più rischiose potrebbe sì rendere meno complessa la *governance* della banca, riportata al tradizionale ruolo di prenditrice e di erogatrice di credito, ma lascerebbe intatto il problema per le entità staccate dal nucleo originario. Si aggiunge poi che la strada del *break up* va respinta anche perché essa potrebbe avere ricadute negative per il "non-financial business" in termini di costo del capitale, di capacità di dare copertura ai rischi finanziari e di accesso al mercato dei capitali.

#### *3.1.5. Sul modello "comply or explain" e sulla sua possibile sostituzione con un modello "apply and explain"*

Vengono a questo punto poste due questioni: *a)* quale sia l'effettiva portata del modello "comply or explain"; *b)* se questo modello sia stato adeguatamente messo in atto dai consigli di amministrazione dei BOFI e se sia stata svolta un'adeguata verifica, da parte degli azionisti, del rispetto da parte della società di quel modello comportamentale.

La prima questione viene discussa alla luce della persistente incertezza, emersa anche nel corso della consultazione che ha preceduto l'elaborazione del *Review*, sulle conseguenze derivanti dal mancato adeguamento alle direttive del *Combined Code*. A riguardo viene ricordato che taluni proposero che il modello operasse in un modo simile a quello sintetizzato nella formula "comply or else", adeguati o saranno guai. Questa interpretazione venne e viene anche nel *Review* rigettata a favore di altra, quella ortodossa, capace di rispettare l'intenzione dei

redattori del *Code* di consentire, grazie all'enfatizzazione del momento onere informativo, la più ampia flessibilità operativa alle società.

Quanto alla seconda questione, si rileva come risulti che le società abbiano generalmente rispettato l'alternativa posta dal modello mentre si sollevano dubbi sulla qualità dell'attività di *explanation* da parte del Consiglio di amministrazione. La conseguenza di tale rilievo è l'invito agli azionisti a prestare maggiore attenzione alla stessa.

Viene discussa infine la possibile transizione ad un nuovo modello, denominato con la formula "*apply and explain*", ossia ad un modello in forza del quale, nei casi in cui la società non stia adeguandosi - in senso stretto, - a taluni aspetti del *Code*, graverebbe in capo alla stessa l'onere di illustrare agli azionisti quali passi essa stia facendo "*to apply the spirit of the relevant principle*". Dalla formalistica attività di *compliance*, allora, alla più robusta e sostanziale attività di *appliance*. A detta di chi, nel corso della *Consultation*, ne ha proposto l'adozione, il passaggio dall'una all'altra forma di adeguamento consentirebbe di mettere nella giusta luce il fatto che in taluni casi il più efficace perseguimento degli interessi degli azionisti può essere ottenuto in modi diversi da quelli proposti dal *Code*.

Pur affermando la validità sostanziale del suggerimento, il *Review* conclude affermando che la priorità più immediata è quella di consolidare il tradizionale ricorso al "*comply or explain approach*", rinviando ad un momento successivo la raccomandazione dell' "*apply or explain approach*" quale *best practice*.

Quello della persistente validità del modello "*comply or explain*" è uno dei punti più discussi dagli studiosi di *corporate governance*, e l'impressione che anche l'osservatore straniero ricava dalla lettura delle *Final Recommendations*, è che la difesa del modello abbia assunto nel *Review* un carattere quasi fideistico. Come vedremo, il modello "*comply or explain*" ha, infatti, molti più limiti di quante non ne siano stati qui messe in luce.

### *3.1.6 Sulla possibilità di mitigare la responsabilità degli amministratori non esecutivi*

Viene poi discussa la possibilità di mettere un limite alla responsabilità risarcitoria degli amministratori non esecutivi per renderla proporzionata al compenso che questi ricevono per la carica assunta<sup>58</sup>. In tal modo, afferma chi sostiene questa posizione, verrebbero meno le preoccupazioni che possono scoraggiare un candidato di talento all'assunzione della carica.

Nel *Review* si afferma, però, che un punto molto rilevante delle proposte formulate è proprio quello di attribuire nuovi compiti agli amministratori non esecutivi, sicché appare inappropriato introdurre un limite alla loro responsabilità, anche alla luce della convinzione che la possibilità che i soggetti interessati hanno di mitigare la loro responsabilità attraverso la stipulazione di una polizza assicurativa sia sufficiente a non farli desistere dal proposito di assumere l'incarico di amministratori non esecutivi<sup>59</sup>.

## *3.2 Sull'ampiezza, la composizione e la preparazione del Consiglio di amministrazione*

### *3.2.1. Sull'ampiezza e la composizione del Consiglio di amministrazione*

L'analisi delle problematiche attinenti alla misura di un Consiglio di amministrazione parte da un rilievo statistico e da uno valutativo: *a)* negli ultimi anni i consigli di amministrazione delle banche britanniche quotate in borsa sono cresciuti di dimensioni, passando da un numero medio di quindici

---

<sup>58</sup> Il caso *Equitable Life Assurance Society v Bowley and others* ([2003] EWHC 2263)– amministratori esecutivi e non esecutivi citati in giudizio, dopo il fallimento della società, con una richiesta di risarcimento danni per £1bn – ha colpito molto l'opinione pubblica e terrorizzato gli aspiranti alla carica di amministratori non esecutivi. La domanda di danni fu poi ritirata ma prima di tale evento Langley J affermò che “ *a company may reasonably, at least, look to non-executive directors for independence of judgement and supervision of the executive management*”.

<sup>59</sup> *Review*, 40, 2.22.

componenti nel 2002/2003 ad un numero medio di sedici nel 2007/2008. Nello stesso periodo, la dimensione media di un consiglio di un'altra società quotata in borsa passava da dodici a undici<sup>60</sup>; b) nel corso della preparazione del *Review* vi fu un'ampia convergenza intorno al fatto che il rendimento di un consiglio tendesse a variare inversamente alle sue dimensioni.

Il *Review* prende posizione sulla questione affermando (R., 3.1, 41) che il numero ideale di un *board* di banca sia tra i dieci ed i dodici membri; ciò detto, non si spinge fino al punto di formulare una specifica *recommandation* ritenendo che la valutazione finale relativo al numero di componenti sia influenzata da fattori pertinenti alla singola banca (o altra istituzione finanziaria).

Viene affrontato poi il problema del rapporto tra amministratori esecutivi e non esecutivi, ma ancor di più, tra esecutivi ed indipendenti. A differenza di quanto accade altrove - ad esempio in USA, Canada ed Australia dove gli amministratori esecutivi sono in numero decisamente inferiore non solo agli amministratori non esecutivi, ma anche a quelli indipendenti, nel Regno Unito il sistema prevede un sostanziale bilanciamento tra le due componenti: il *Combined Code* stabilisce infatti, al punto A.3.1, che metà degli amministratori, escluso il Presidente, debba essere composta di non esecutivi *indipendenti*: così, al fine - si afferma nel *Combined Code* - di evitare che un individuo o un gruppo di individui “*can dominate the board's decision taking*”, ossia sia in grado di dominare il processo deliberativo del consiglio<sup>61</sup>. Ricordiamo che viene considerato indipendente quel membro del consiglio che risponda ai requisiti indicati nella *Code provision* A.3.1 (v. a breve). Ai sensi di quel *Code* spetta al Consiglio di amministrazione determinare se l'amministratore è indipendente e

---

<sup>60</sup> Si v. <http://www.deloitte.com/dtt/article/0,1002,cid%253D131037,00html>.

<sup>61</sup> Precisamente, il *Combined Code*, A3 Board balance and independence, Main Principle, dispone che “The board should include a balance of executive and non executive directors (and in particular independent non-executive directors) such that non individual or small group of individuals can dominate the board's decision taking”. La *Code provision* A.3.2 dispone invece che “Except for smaller companies, at least half the board, excluding the chairman, should comprise non-executive directors determined by the board to be independent...”.

se vi sono relazioni o circostanze che pregiudichino o che possano pregiudicare l'indipendenza di giudizio dell'amministratore. L'indipendenza, si afferma, deve essere "*in character and judgement*"; al fine del giudizio di indipendenza vengono tenute in considerazione le seguenti circostanze: a) essere stato l'amministratore un dipendente della società o del gruppo negli ultimi cinque anni; b) avere o avere avuto, negli ultimi tre anni, una rilevante relazione di affari con la società, sia direttamente sia quelle di partner, socio, amministratore o dipendente senior di un organo che ha tale relazione con la società; c) avere ricevuto dalla società una remunerazione aggiuntiva rispetto all'ordinario compenso, o avere beneficiato di un piano societario di stock option di un piano pensionistico; d) avere legami familiari – con consulenti della società, amministratori o dipendenti senior della società; -e) rivestire posizioni di "*cross-directorships*" (amministrazione incrociata) a avere altri legami significativi con altri amministratori per il tramite del suo coinvolgimento in altre società o in altri organismi; e) essere un azionista rilevante; f) essere amministratore della società da più di nove anni a partire dal momento della prima nomina. Il Consiglio di amministrazione ha però la possibilità di trattare come indipendente un amministratore pure in presenza di una di tali circostanze; in tal caso dovrà però spiegare per quale ragione abbia considerato indipendente un amministratore pur in presenza di relazioni o circostanze che sembrerebbero far ritenere insussistente quella qualità.

La scelta adottata dal *Combined Code* viene in sostanza accolta ed anzi temperata dal *Review*: qui si afferma infatti (R., 3.3., p. 42) che ai consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie dovrebbe essere consentito di non attenersi al predetto bilanciamento ogni qual volta una maggiore presenza di consiglieri di estrazione "operativa" venga ritenuto necessario ed utile per la società, in questo caso, però, spiegando chiaramente ai soci la scelta assunta e le sue ragioni ai sensi delle "*comply or explain provisions*". Ciò che si rileva una volta ancora è che spetta al Presidente il compito di evitare che una solida e qualificata presenza di *executives* all'interno

del consiglio produca un “*executive groupthink*”, in’idea dominante capace di influenzare ogni decisione consiliare: spetterà dunque al Presidente il compito di sollecitare un franco ed aperto dibattito sulle proposte portate dal CEO in consiglio.

### 3.2.2. *Sull’esperienza e la competenza richieste agli amministratori*

Si parte dal rilievo che in un consiglio di banche o altre istituzioni finanziarie, l’esigenza di esperienza nello specifico settore è maggiore che nei consigli di imprese non finanziarie: ciò, si sostiene (R, 3.7, p. 43), a causa del rischio che un’impropria conduzione aziendale produca i propri effetti dannosi non solo sugli azionisti, ma su una più ampia comunità economica. Per queste ragioni si afferma come si renda opportuno stimolare la ricerca di maggiore esperienza nel settore finanziario in capo agli amministratori non esecutivi, tanto maggiore quanto crescente sarà la futura tolleranza al rischio e la complessità operativa della società.

Perché ciò si verifichi, si afferma (R. p. 44, 3.8), si deve realizzare una o entrambe le seguenti condizioni: *a*) adattamento delle previsioni del *Combined Code*, al fine di assegnare maggiore peso al criterio dell’esperienza tra quelli che qualificano come indipendente un amministratore; *b*) maggiore prontezza dei consigli nel distaccarsi dagli attuali criteri di determinazione dello *status* di indipendenza ogni qual volta essi ritengano che questa sia la scelta migliore, ottenendo allo scopo la disponibilità degli azionisti di interpretare le previsioni del *Combined Code* in maniera flessibile. Criticabile appare, si sostiene (3.9, p. 44), la previsione del *Code* che, all’insegna dell’esigenza di rafforzare l’indipendenza degli amministratori non esecutivi, impedisce di includere in questo novero coloro che sono stati alle dipendenze della società negli ultimi cinque anni.

### *3.2.3. Sull'attività di formazione ed addestramento dei componenti del Consiglio di amministrazione*

Il *Main Principle A.5* del *Combined Code* dispone che ogni amministratore dovrebbe ricevere, al momento di assumere la carica, un adeguato e personalizzato addestramento<sup>62</sup>, e la *Code Provision A.5.1* precisa la portata del principio statuendo che spetta a chi presiede il consiglio di assicurarsi che ciò avvenga<sup>63</sup>.

Le riflessioni del *Review* sul punto partono lamentando come si sia notato una grande disomogeneità quanto al *training* ed all'attività di formazione dei componenti del consiglio. *Ogni* consiglio, invece (R., p. 46, 3.16), dovrebbe avere come propria priorità quella di assicurare, a favore degli amministratori non esecutivi, un adeguato programma di inserimento nel ruolo e la predisposizione di programmi di formazione permanente. Di tali programmi – da costruirsi liberamente da ciascun consiglio ma, comunque, con la massima serietà - occorrerebbe dare conto nell'annuale relazione sul governo societario.

L'importanza assegnata a questo aspetto trova dimostrazione nella decisione di proporre una formale *Recommendation*, la n. 1, secondo cui “*al fine di assicurare agli amministratori non esecutivi la conoscenza e la capacità di valutazione del business della società che consenta loro di apportare il loro contributo critico all'interno del Consiglio di amministrazione, il Consiglio di amministrazione di una banca o di un'altra istituzione finanziaria dovrebbe proporre regolarmente sessioni di formazione aziendale di tipo tematico, e fornire a ciascun amministratore non esecutivo un training personalizzato. Lo*

---

<sup>62</sup> “All directors should receive induction on joining the board and should regularly update and refresh their skills and knowledge”.

<sup>63</sup> Nell'Higgs Review, all'Annex 10, venivano proposte apposite linee guida per l'“*induction process*”, affermandosi che questo avrebbe dovuto: i) consentire la piena conoscenza e comprensione della natura della società, del suo business e dei mercati nei quali essa opera; ii) instaurare un legame tra l'amministratore ed il personale della società, ivi compreso apposite *meeting* con il *senior management*, visite agli stabilimenti ed agli uffici diversi dalla sede generale; iii) consentire la piena conoscenza e comprensione delle principali relazioni della società, anche tramite incontri con gli auditors, illustrando quali sono i principali clienti, fornitori, azionisti e spiegando come sono tenuti i rapporti con gli azionisti..

*stesso dovrebbe avvenire per i membri esecutivi del consiglio per ciò che riguarda le aree di business diverse da quelle delle quali sono diretti responsabili”.*

#### *3.2.4. Sulla necessità di supportare l’attività degli amministratori non esecutivi*

Il *Review* dà atto dell’ampio consenso ricevuto durante il processo di *Consultation* sul fatto che agli amministratori non esecutivi debba essere assicurato continuo ed adeguato supporto. Si afferma poi (R., p. 47, 3.18) la preferenza per un supporto proveniente dalle risorse interne (dal “*group secretariat*”), anziché da altre esterne, che potrebbero generare tensioni con l’Esecutivo.

La questione ha dato origine alla *Recommendation* n. 2 secondo cui “*Ogni Consiglio di amministrazione di banca o altra istituzione finanziaria dovrebbe fornire supporto agli amministratori non esecutivi su ogni questione o materia di rilievo in ordine alla quale essi chiedano informazioni o consigli diversi ed ulteriori rispetto a quelli già ricevuti*”.

#### *3.2.5. Sull’impegno, in termini di tempo, richiesto agli amministratori non esecutivi*

Si afferma (R., p. 47, 3.19) che l’impegno, in termini di tempo, che ciascun amministratore non esecutivo dovrebbe dedicare alla propria carica dovrebbe essere superiore ai venticinque giorni all’anno, quantificazione che rappresenta l’impegno medio dei componenti dei consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie sulla base di una statistica relativa agli anni 2007 e 2008. Ciò dovrebbe valere particolarmente per coloro che presiedono i comitati *audit*, remunerazioni e ogni nuovo comitato rischi endo-

consigliare<sup>64</sup>, oltre che per il SID. Anche in questo caso, il risultato è però quello di sbarrare le porte ad approcci rigidi e prescrittivi alla materia.

Sul punto viene formulata la *Recommendation* n. 3 secondo la quale “L’impegno, in termini di tempo, degli amministratori non esecutivi (intesi collettivamente) all’interno di una banca o di una compagnia di assicurazione inclusa all’interno del cd. FTSE 100 - listed index è insufficiente e deve diventare maggiore di quanto è stato fino ad ora, anche in funzione del numero di amministratori non esecutivi per lo specifico consiglio. Quanto alle banche più grandi, nella lettera di conferimento dell’incarico dovrebbe essere chiaramente previsto l’obbligo dell’amministratore non esecutivo di dedicare all’attività dai trenta ai trentasei giorni all’anno, in taluni casi anche condizionando l’assunzione dell’incarico all’impegno dell’amministratore di non assumere altri incarichi dello stesso genere. Dove ciò non sia possibile, la lettera d’incarico dovrebbe precisare i termini dell’accordo, su questo particolare aspetto, tra la società e l’amministratore. Le condizioni pattuite dovrebbero essere rese disponibili agli azionisti che richiedano di conoscerle.”

### *3.2.6. Sul processo di autorizzazione alla nomina di un amministratore non esecutivo da parte del FSA*

La designazione a membro del consiglio di una banca, o di altra istituzione finanziaria, è soggetta ad autorizzazione della FSA, che la rilascia attenendosi generalmente alla valutazione ed al giudizio di chi presenta la richiesta, ossia il Presidente del Consiglio di amministrazione.

Si afferma che l’*input* per l’autorizzazione deve continuare ad essere la valutazione fatta da chi richieda l’autorizzazione, ossia dal Presidente del

---

<sup>64</sup> Si distinguono i Board committees dai Non-board committees. I primi – e ci riferiamo alle sole istituzioni finanziarie – sono, in genere, i seguenti: *audit, remuneration, corporate governance/nomination, risk, sustainability and responsibility, balance sheet management* (quest’ultimo, però, raramente). I secondi sono delle tipologie più varie: *asset and liability, brand and reputation, disclosure, compliance and operational risk* ecc.

Consiglio di amministrazione, ma si suggerisce che FSA fissi criteri più rigorosi (“*higher bar*”) alla concessione dell’autorizzazione.

L’obiettivo dovrebbe essere quello di stimolare le stesse società ad essere più rigorose nella valutazione di coloro che propongono come membri del consiglio.

L’esito di tale valutazione sono le *Recommendations* 4 e 5. Secondo la prima “*L’attività di supervisione della FSA sulle nomine degli amministratori dovrebbe prestare in futuro maggiore attenzione sul complessivo equilibrio, all’interno del Consiglio di amministrazione ed in relazione alle scelte strategiche in fatto di rischi, tra diverse professionalità, tenendo nel dovuto conto l’esperienza, il comportamento e le altre qualità di ciascun amministratore e la possibilità di ciascuno di quelli di ricevere adeguati programmi di training e di introduzione alle dinamiche societarie. Questi programmi dovrebbero fornire un livello sufficiente di consapevolezza delle problematiche dell’impresa finanziaria in modo che ogni amministratore non esecutivo sia in grado di operare fattivamente all’interno del consiglio, in particolare modo per tutto ciò che riguardi la strategia intorno al rischio.*”

La *Recommendation* n. 5, invece, propone che “*La possibilità per la FSA di intervistare colui che viene indicato come futuro componente del consiglio di una banca o di una compagnia di assicurazione sulla vita facente parte del FTSE-100 dovrebbe comprendere quella di farlo valutare da uno o più senior adviser – in pensione o, comunque, non in conflitto di interessi – aventi esperienza finanziaria in misura tale da poter permettere a questi di valutare adeguatamente la preparazione dei soggetti intervistati*”.<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> Quanto all’intervista – che già da tempo costituisce una prassi operativa per la FSA – essa ha normalmente il fine di valutare se il candidato ha compreso l’importanza del suo ruolo e delle sue responsabilità; di individuare il suo grado di competenza, capacità professionale ed esperienza; di conoscere il suo punto di vista sui principali rischi dell’attività d’impresa.

### 3.3 *Sul funzionamento dei consigli e sulla valutazione del loro rendimento*

#### 3.3.1. *Sulla possibilità di sviluppare discussioni critiche all'interno dei consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie*

Dell'esigenza di colmare la mancanza di esperienza degli amministratori non esecutivi già si è detto in precedenza. Ora l'attenzione viene portata su di un altro aspetto della generica competenza degli amministratori non esecutivi, importante tanto quanto se non di più dell'esperienza nel settore finanziario: la loro capacità di giudicare il carattere e le competenze degli altri, in particolare dei componenti dell'*executive team*.

Ciò che si rileva nel *Review* è che nelle recenti esperienze fallimentari collegate alla crisi finanziaria, in più occasioni è emersa l'incapacità degli amministratori non esecutivi di valutare criticamente ed in modo diverso da un burocratico e convenzionale "*box-ticking focus on process*", le proposte provenienti dagli amministratori esecutivi ed aventi per oggetto questioni di rilevante importanza; così come è emersa la difficoltà, in capo a chi mai lo avesse voluto, di contrastare individualmente un conformistico "*group thinking*". In quest'ultimo caso, si osserva, il rischio avvertito era quello di essere tacciati di atteggiamento distruttivo, non collegiale, perfino sleale. Ma, si sottolinea (R., p. 53, 4.3), senza atteggiamenti di tal genere, l'unanimità è di pura facciata, è finta.

Parole forti e nette vengono dette sul rapporto tra amministratori non esecutivi e CEO. E' intuibile, si afferma, che quest'ultimo viva come un'inutile perdita di tempo ogni atteggiamento critico, anche se costruttivo, degli amministratori non esecutivi, così come appare probabile che, quanto più la sua posizione nella carica sia resa solida da precedenti successi professionali, quanto maggiore sia la sua tracotanza, la sua superbia, la sua arroganza (R., p. 53, 4.4). Proprio in circostanze come queste, si afferma, si rivela ancor più importante l'atteggiamento di critica costruttiva degli amministratori non esecutivi. Un ruolo rilevante nella dinamica consiliare può essere poi svolto dal Presidente,

cui spetta il compito di promuovere un'atmosfera di serena e pacifica convivenza delle diverse opinioni, da tutti ritenuta come momento costruttivo e, pertanto, da incoraggiare. Ma, si aggiunge, una volta che una seria discussione si sia svolta ed abbia condotto ad un'approvazione della proposta del CEO, ebbene, questi dovrà ricevere il pieno supporto di tutto il consiglio al fine di metterla in atto.

Ciò dovrà valere non solo per le discussioni all'interno del consiglio, ma anche per quelle all'interno dei vari comitati, dove l'atmosfera dovrebbe essere più informale di quella all'interno del consiglio. A tal proposito, viene stimolata (R., p. 54, 4.7) la possibilità di consentire agli amministratori non esecutivi di intervenire, quali meri osservatori, alle riunioni dell' comitato rischi.

Concludendo sul punto, il *Review* afferma come spetti al Presidente del Consiglio di amministrazione il compito di accertarsi che il consiglio abbia il tempo, l'opportunità e la concreta capacità di verificare se siano stati previamente identificati ed analizzati tutti i potenziali rischi associati alla coltivazione di una nuova strategia aziendale. Un disciplinato atteggiamento criticamente costruttivo su questioni fondamentali dovrà dunque diventare la norma, e l'incapacità del singolo amministratore di coltivarlo dovrà sollevare il dubbio sull'opportunità di lasciare al suo posto quell'amministratore (R., p. 54, 4.6).

### *3.3.2. Sull'attuale definizione dei compiti degli amministratori non esecutivi e sull'esigenza di una loro maggiore specificazione*

Si passa a questo punto ad esaminare come nel *Combined Code* vengono illustrati i compiti degli amministratori non esecutivi e quali correttivi possano essere apportati.

Ai sensi del *Supporting Principle A1, The Board*, è compito degli amministratori non esecutivi di stimolare con una critica costruttiva lo sviluppo di proposte relative alla strategia aziendale; di vagliare attentamente se il *management* ha raggiunto gli obiettivi concordati; di monitorare l'attività di

*reporting* sui risultati conseguiti. Gli amministratori non esecutivi dovrebbero poi controllare che l'informazione finanziaria sia resa integralmente e fedelmente e che i controlli finanziari ed il sistema di gestione del rischio siano efficaci. Ad essi spetta infine il compito di determinare idonei ed appropriati livelli retributivi per gli amministratori esecutivi oltre a quello di essere in prima linea nella scelta e – quando necessario – nella rimozione degli stessi<sup>66</sup>.

La proposta che viene presentata è quella di rendere più chiaro ed esplicito l'impegno degli amministratori non esecutivi ad avere un atteggiamento fattivo, intraprendente, proattivo nella discussione all'interno del consiglio. Questo è un aspetto sul quale il *Review* insiste moltissimo ritenendolo uno di quelli meritevoli di un cambiamento di rotta più netto. Questo rilievo da luogo: a) alla formulazione di una *Recommendation*, la n. 6; b) alla proposta che il contenuto di tale nuova e più precisa formulazione dei compiti degli amministratori non esecutivi venga incorporato all'interno della lettera con cui la società nomina ad amministratore la persona scelta; c) all'invito ad FSA di tenere conto di tali aspettative nel corso *dell'iter* di approvazione della nomina di un amministratore.

La *Recommendation* n. 6 così recita: “*Gli amministratori non esecutivi dovrebbero essere sempre pronti e tecnicamente in grado di mettere in dubbio e di testare le proposte strategiche formulate dagli amministratori esecutivi; inoltre, dovrebbero essere convinti che la discussione ed il voto sulle questioni attinenti al rischio si svolgano sulla base di un'ampia e completa base*

---

<sup>66</sup> Più precisamente, il Supporting Principle A1 (The Board) dispone che “As part of their role as members of a unitary board, non-executive directors should constructively challenge and help develop proposals on strategy. Non-executive directors should scrutinize the performance of management in meeting agreed goals and objectives and monitor the reporting of performance. They should satisfy themselves on the integrity of financial information and that financial controls and systems of risk management are robust and defensible. They are responsible for determining appropriate levels of remuneration of executive directors and have a prime role in appointing, and where necessary removing, executive directors, and in succession planning.”

informativa e, nei limiti in cui lo ritengano utile o necessario, anche su analisi e contributi esterni”.

### 3.3.3. Sul ruolo, le responsabilità e le qualità richieste al Presidente del Consiglio di amministrazione

Il rapporto tra *corporate governance* e presidenza è, intuibilmente, strettissimo. Già Sir Adrian Cadbury lo aveva messo molto bene in luce affermando che, se la qualità della *governance* dipende da quella dei Consigli di Amministrazione, il buon funzionamento degli stessi è questione rimessa nelle mani di chi li presiede<sup>67</sup>.

Il ruolo del Presidente del Consiglio di amministrazione ed i suoi rapporti con gli *executives* sono delineati nel *Combined Code*, A.2, in questi termini: a) al vertice della società deve essere chiara la distinzione di ruoli tra chi dirige il consiglio e chi ha la responsabilità di amministrare l'azienda; b) nessun singolo amministratore deve avere poteri decisionali “*unfettered*”, ossia privi di restrizioni, di controlli; c) il Presidente ha la responsabilità della direzione del consiglio, cura che questo operi in modo efficiente, fissa l'agenda dei lavori, fa sì che gli amministratori ricevano in ogni occasione e puntualmente una chiara e completa informazione sulle materie in discussione, tiene i rapporti con gli azionisti, opera in modo che gli amministratori non esecutivi possano contribuire fattivamente ai lavori consiliari e perché le relazioni tra questi e gli amministratori esecutivi siano costruttive.<sup>68</sup>

---

<sup>67</sup> Precisamente, Sir Cadbury affermò che quelle due “are inextricably linked, because Corporate governance is concerned with the system by which companies are directed and controlled, which is clearly the responsibility of their boards of director. Equally clearly, it is chairmen who are responsible for the working of the boards. Thus, the way in which Corporate governance principles are put into practice is primarily a matter for board chairmen”.

<sup>68</sup> Le linee guida sul punto sono ripartite, come al solito, tra Main e Supporting Principle: “Main Principle. There should be a clear division of responsibilities at the head of the company between the running of the board and the executive responsibility for the running of the company’s business. No one individual should have unfettered powers of decision”; Supporting Principle: “The chairman is

Il primo rilievo che viene svolto nel *Review*, è che tale descrizione era stata formulata in quei termini per essere adattabile al ruolo di Presidente *di qualsiasi tipo di società*. Ora, si afferma (R., p. 56, 4.14), essa merita una messa a punto che la adatti al ruolo di Presidente di un consiglio di banche o altre istituzioni finanziarie.

Dopo aver ricordato nuovamente che compito principale del Presidente è quello di stimolare un'ampia ed informata discussione all'interno del Consiglio, vengono presi in esame i rapporti tra Presidente del Consiglio di amministrazione e CEO: se questi rapporti sono di vicinanza troppo stretta, il rischio è quello di un isolamento degli amministratori non esecutivi. Il rischio maggiore, però, è quello che i rapporti non siano buoni. Con nettezza allora si afferma che se essi siano caratterizzati da persistente tensione o da duraturi disaccordi, uno dei due dovrebbe dimettersi (R., p. 57, 4.16). Se, invece, il CEO si presenti come persona ostile alla critica costruttiva – magari perché è convinto che i suoi precedenti successi professionali diano di per sé ragione alle proprie convinzioni – ebbene, potendo quella figura divenire una seria fonte di rischi per la società, si dovrà seriamente riflettere se rimuoverlo dalla carica. Seppure ciò dovrà avvenire con il supporto degli altri componenti del Consiglio, questo dovrà essere considerato come un obiettivo di sostanziale competenza del Presidente del Consiglio di amministrazione.

Infine, nonostante le critiche ricevute, si ritiene di tenere ferma la proposta fatta nel *Draft Report* di suggerire *ex ante* quanto, del suo complessivo tempo, il Presidente del Consiglio di amministrazione dovrà dedicare allo svolgimento dei suoi compiti, proponendosi che non possa essere inferiore ai due terzi, con possibilità di adattamento flessibile di tale previsione nel caso di società la cui conduzione appaia meno impegnativa.

---

responsible for leadership of the board, ensuring its effectiveness on all aspects of its role and setting its agenda. The chairman is also responsible for ensuring that the directors receive accurate, timely and clear information. The chairman should ensure effective communication with shareholders. The chairman should also facilitate the effective contribution of non-executive directors in particular and ensure constructive relations between executive and non-executive directors.”

I rilievi su questo punto hanno dato luogo alla *Recommendation* n. 7: “*Il Presidente del Consiglio di amministrazione di una banca di primaria importanza dovrebbe dedicare una considerevole parte del proprio tempo – all’incirca due terzi – all’impegno assunto; dovrebbe essergli chiaro fin dall’inizio, poi, che, in caso di necessità, gli impegni legati al suo ruolo dovrebbero avere la precedenza su ogni altro impegno. Quanto al Presidente del Consiglio di amministrazione di una banca più piccola, di una compagnia assicurativa e di un fondo di investimento, il tempo da dedicare all’azienda potrebbe essere minore, in misura proporzionale alla natura dell’attività ed alla sua maggiore o minore condizione di solidità.*”

Quanto alle qualità richieste al Presidente del Consiglio di amministrazione di una primaria banca, vengono passate in rassegna le due “*desiderable conditions*” ed i più pragmatici “*necessary criteria*”.

Quanto alle prime, esse vengono indicate nella *leadership* - ossia nella capacità di guidare il Consiglio - e nell’esperienza nel settore finanziario, ricavata preferibilmente dall’aver svolto il ruolo di *Senior Executive* in una banca. Egli dovrebbe essere in grado, quando necessario, di fare un passo indietro a beneficio della partecipazione altrui al dibattito consiliare, di essere accomodante e stimolare il punto di vista altrui ma, ad un certo punto, anche di portare la discussione ad una conclusione, se necessario anche in modo ruvido (R., 58, 4.20).

Nell’evidenziare le qualità dell’ideale Presidente il *Review* prende atto di quanto difficile sia riscontrarle nella pratica: a proposito, si usa l’espressione “*something close to a counsel of perfection*”, ossia qualcosa molto difficilmente raggiungibile. Ciò, si afferma, dovrà imporre di commisurare le sopra descritte aspettative alla luce delle concrete possibilità e, nei fatti, alle qualità dei candidati alla carica. Fermo, dunque, l’auspicio che ogni candidato alla Presidenza presenti le due condizioni sopra indicate, i criteri di gestione dei casi in cui ciò non avvenga sono i seguenti (*Review*, 58, 4.21): *a*) un Presidente del Consiglio di amministrazione di recente insediamento, che abbia una sicura

capacità di guida del suo consiglio ma un'esperienza nel settore finanziario inferiore alle aspettative, dovrà essere assistito con un programma di formazione e di training a lui dedicato, al fine di consentirgli una rapida progressione in argomento; b) altrettanto non potrà accadere, però, per l'attitudine alla *leadership*, che – se non sarà presente al momento dell'assegnazione all'incarico – difficilmente potrà essere costruita in un momento successivo.

Questi rilievi hanno dato luogo alla *Recommendation* n. 8: “*Il Presidente del Consiglio di amministrazione di banche o altre istituzioni finanziarie dovrebbe avere una significativa esperienza in campo finanziario ed un'attitudine alla leadership dimostrata nello svolgimento di rilevanti cariche amministrative. Nel caso che, nella fase di selezione degli aspiranti alla carica, non si rinvenga la combinazione di queste due caratteristiche, ed a condizione che tra gli altri membri del consiglio vi sia una significativa esperienza di amministrazione nel campo finanziario, il consiglio dovrebbe preferire chi abbia esperienza di conduzione di consigli ed attitudine alla leadership, perché è improbabile che possa bastare un Presidente con esperienza in campo finanziario ma senza attitudine alla leadership. Al neo Presidente carente in fatto di esperienza in campo finanziario dovrebbe comunque essere fornito un programma molto serrato di formazione al fine di consentirgli di essere bene preparato ed informato, e di essere sempre aggiornato sugli sviluppi del business*”;

ed alla *Recommendation* n. 9: “*Il Presidente del Consiglio di amministrazione risponde della conduzione dei lavori del consiglio, ne assicura l'efficace funzionamento e fissa l'agenda dei lavori in modo tale da riservare il tempo necessario ad un'effettiva discussione sulle questioni pertinenti la strategia aziendale. Egli dovrebbe stimolare la più ampia, informata e critica discussione e decisione sulle questioni relative al rischio ed alla strategia; dovrebbe poi promuovere un effettivo scambio di informazioni tra amministratori esecutivi e non. Spetta a lui assicurare che ogni amministratore*

riceva le informazioni che sono necessarie per adempiere ai proprio doveri in modo preciso, puntuale, diligente”.

### 3.3.4 Sul processo elettivo del Presidente del Consiglio di amministrazione

Seri rilievi furono sollevati, nel corso del processo di *Consultation*, in ordine alla proposta di sottoporre il Presidente del Consiglio di amministrazione ad un rinnovo nella carica ogni anno: si tenga presente che la prassi corrente è quella di sottoporre a rinnovo le cariche ogni tre anni. Ad esempio, la *Confederation of British Industry* parlò di “approccio al problema sbagliato” e di rischio di fare cadere le responsabilità dell’intero Consiglio sul solo Presidente<sup>69</sup>.

Questa critica viene però respinta dal *Review* con l’argomento che l’elezione annuale del Presidente potrebbe fungere da stimolo per un rapporto più stretto e frequente tra lo stesso e gli azionisti. Quanto poi al rilievo che, se l’intento fosse quello di rendere quel legame più stretto, allora il termine di un anno dovrebbe essere esteso a tutti i componenti del Consiglio e ciò al fine di evitare un isolamento del Presidente del Consiglio di amministrazione, ebbene, si rileva (R., p. 61, 4.25) che ciò avrebbe sì il merito di esaltare l’*accountability*, ossia l’esigenza che gli amministratori rendano conto del proprio operato con grande frequenza, ma, proprio per il ristretto termine temporale, ciò potrebbe essere anche visto come un esagerato allargamento del dovere degli amministratori di rendere conto del proprio operato.

Questa è la ragione, in conclusione, per cui il *Review* ribadisce la propria convinzione che sia sufficiente ridurre i termini di durata nella carica per il solo Presidente, ferma però la precisazione che ogni consiglio dovrebbe essere

---

<sup>69</sup> Precisamente, fu affermato che “We think that putting only the chairman of a BOFI board up for election on an annual basis is the wrong approach and represents something of a “nuclear option” for shareholders to demonstrate concerns. It also risks shifting accountability for performance from the whole board to just the chairman, which we think is wrong”.

lasciato libero di valutare se proporre l'introduzione anche per gli altri componenti. La posizione trova una definitiva formalizzazione nella *Recommendation* n. 10: “*Il mandato del Presidente del Consiglio di amministrazione di un consiglio di banche o altre istituzioni finanziarie dovrebbe essere annuale. Il consiglio dovrebbe prendere in considerazione la possibilità di passare ad elezioni annuali anche per gli altri membri del consiglio.*”

Si comprende agevolmente come questa raccomandazione sia destinata a suscitare molte polemiche e come difficilmente i consigli di amministrazione accetteranno di fissare il termine del mandato degli amministratori in un solo anno.

### 3.3.5. *Sul ruolo del Senior Independent Director*

In ordine alla funzione del *Senior Independent Director* (SID)<sup>70</sup> - una sorta di *leader* degli amministratori indipendenti ma anche di quelli solamente esecutivi, la cui introduzione fu suggerita per la prima volta nell'*Higg's Report* e che il *Combined Code* prende in considerazione, seppure molto marginalmente - il *Review* ritiene che essa debba essere ulteriormente valorizzata. Mentre oggi, in sostanza, il SID è figura che entra in scena solo quando il rapporto tra i principali azionisti ed il Presidente del Consiglio di amministrazione non è più virtuoso<sup>71</sup>, occorrerebbe, si sostiene, attribuirle l'ulteriore potere di prendere unilateralmente l'iniziativa di discutere con il Presidente del Consiglio di amministrazione o con gli altri membri del Consiglio ciò che non va all'interno di questo organo, quando l'iniziativa non venga presa spontaneamente dal Presidente. (R., p. 62, 4.27).

---

<sup>70</sup> E' figura sostanzialmente coincidente con quella del *lead independent director*, la cui individuazione è consigliata anche nel Codice Preda.

<sup>71</sup> Tra i compiti del SID vi è anche quello di accompagnare gli amministratori non esecutivi ad un appuntamento, da tenersi almeno una volta l'anno, con gli esecutivi ma nell'assenza del Presidente ed ove valutare i risultato dell'operato di quest'ultimo.

Un rilievo particolare verrà assegnato più avanti (R., p. 80, 5.33) al SID nel caso in cui difetti la comunicazione tra Presidente del Consiglio di amministrazione ed i maggiori azionisti.

Le osservazioni su questo punto hanno prodotto la *Recommendation* n. 11: “Il “*senior independent director*” dovrebbe essere per il Presidente del Consiglio di amministrazione una sorta di “*sounding board*”, una figura che lo ascolta e lo consiglia, una sorta di *sparring partner*; dovrebbe altresì fare da “*trusted intermediary*”<sup>72</sup> per gli amministratori non esecutivi, quando sia necessario. Egli dovrebbe poi essere contattabile dagli azionisti nel caso in cui questi non riescano a comunicare con il Presidente del Consiglio di amministrazione”.

### 3.3.6. *Sull’autovalutazione dei risultati del Consiglio e sulla sua governance*

I consigli di amministrazione delle quotate inglesi non sono tenuti a svolgere una periodica valutazione del loro rendimento, ma è comunque in crescita il numero di quelli che la svolgono. Invero, dal 43% del 2002 si è passati al 98% del 2005, un 32% delle quali sono state svolte con l’ausilio di un consulente esterno. I numeri dicono, pertanto, che la valutazione della resa dei consigli viene oramai percepita come una *best practice*. Sulla *performance evaluation*, ossia su questa autovalutazione del proprio operato svolta dai consigli di amministrazione, così si pronuncia il *Combined Code*, al *Main Principle A.6*): “Il Consiglio dovrebbe svolgere una rigorosa attività di valutazione annuale del suo rendimento, di quello dei suoi comitati e dei singoli amministratori”; il *Supporting Principle* afferma che “la valutazione individuale dovrebbe servire a mettere in luce se il singolo amministratore continua a dare un proprio contributo impegnato alla funzione, adempiendo ai propri doveri e partecipando alla riunioni consiliari e dei vari comitati di cui

---

<sup>72</sup> Concetto usato prevalentemente in relazione a figure che si occupano di aiuto ai disabili. Inteso genericamente esso è un terzo che mette in comunicazione due parti e che gode della fiducia di entrambe.

*sia membro. Il Presidente dovrebbe utilizzare i risultati di questa valutazione per individuare i punti di forza del Consiglio e per dedicarsi ai suoi punti deboli, e, se necessario, proporre la nomina di nuovi componenti del Consiglio o spingere alle dimissioni gli amministratori meno efficienti”*; la relativa *Code Provision* dispone che *“Nel proprio report annuale il Consiglio dovrebbe spiegare come è stata svolta l’attività di valutazione del proprio rendimento, di quello degli amministratori e di quello dei suoi comitati. Il compito di valutare l’operato del Presidente dovrebbe spettare agli amministratori non esecutivi, sotto la guida del SID e tenuto conto anche dei rilievi degli amministratori esecutivi”*.<sup>73</sup>

Nel *Review* (R., p. 63, 4.31) si osserva come l’esperienza abbia dimostrato, fino ad ora, come i Consigli abbiano condotto l’*evaluation process* senza quell’adeguato spirito critico che dovrebbe invece caratterizzarlo. Questa è la base per affermare come sia ora giunto il momento di chiedere maggiore rigore e maggiore serietà nella conduzione di tale attività. E’ a tale fine che, nell’*Annex 6*, vengono perfino suggerite alcune domande che il Consiglio si dovrebbe porre nel corso della sua periodica opera di valutazione: *a)* sono presenti in consiglio figure dotati di professionalità, competenza ed esperienza in misura tale da poter permettere al consiglio di gestire le questioni con le quali si deve confrontare? *b)* quanto agli amministratori esecutivi, partecipano essi alle riunioni e comunque dedicano essi il tempo adeguato per apprendere le particolarità del business che devono gestire ed i rischi che esso incontra? *c)* sono in grado gli amministratori non esecutivi, ciascuno per proprio conto, di mettere in discussione criticamente e costruttivamente, sia in sede consiliare che all’interno delle commissioni, le proposte provenienti dagli esecutivi? *e)* presi come gruppo, sarebbero in grado di influenzare le scelte strategiche della società, o di modificare o di respingere quelle proposte che loro non ritengano nell’interesse degli azionisti o quelle che essi ritengano presentare i rischi maggiori di quelli stimati dai proponenti? *f)* sono state messe in atto misure

---

<sup>73</sup> In argomento v. D. LADIPO, *Board Evaluations*, 159 ss., in SMERDON, “*The Regulatory Regime*”, cit. .

adeguate per assicurare al consiglio l'attività di formazione necessaria e per pianificare la sua successione?

Tornando al corpo del *Review*, ivi si suggerisce anzitutto che il contributo dei singoli amministratori possa anche essere svolto in forma anonima (R., p. 64, 4.31). Ci si interroga poi sul valore aggiunto che potrebbe provenire dall'assegnare ad un *independent external reviewer* il compito di facilitare il processo di valutazione. Se scelto tra i soggetti qualificati, le sue critiche ed i suoi suggerimenti, si sostiene, verrebbero certamente ascoltati. Nella consapevolezza, si aggiunge, che un rigoroso processo di valutazione affiancato da un supporto esterno costituisce un grande impegno in termini di tempo e di energie, si suggerisce che l'*external review* si tenga non ogni anno ma ogni due o ogni tre.

Le riflessioni sul punto si sono tradotte nella seguente *Recommendation*, la n. 12: *“Il consiglio dovrebbe svolgere una rigorosa valutazione dell'operato proprio e di quello dei comitati esecutivi, con il supporto di un terzo esterno al Consiglio ogni secondo o terzo anno. La valutazione dovrebbe essere riprodotta, in una sezione, appositamente dedicata a questo aspetto, del Chairman's statement, oppure in una separata sezione della relazione annuale, in questo caso sottoscritta dal Presidente del Consiglio di amministrazione. Quando la valutazione sia stata agevolata dall'intervento di un terzo, ciò dovrebbe essere indicato ai soci, assieme al nome di chi ha svolto tale servizio ed ad una chiara indicazione di ogni eventuale relazione d'affari tra questi e la società, con la precisazione che il Consiglio ha appropriatamente gestito ogni eventuale situazione di conflitto di interessi”*; e nella seguente, la n. 13 *“La dichiarazione sulla valutazione della performance e della governance del Consiglio dovrebbe confermare che è stato intrapreso un rigoroso processo di valutazione; dovrebbe poi descrivere il processo svolto per identificare le capacità e l'esperienza ritenute necessarie per affrontare e contrastare adeguatamente i principali rischi e le decisioni che il Consiglio dovrà gestire e prendere. Tale dichiarazione dovrebbe contenere ogni informazione che il Consiglio considera*

*necessaria perché gli azionisti ben comprendano cosa è stato fatto a riguardo, ivi compresa un'indicazione di come le questioni sorte nel corso della valutazione sono state affrontate. Dovrebbe altresì contenere un'indicazione della natura e della misura del dialogo con i principali azionisti e la conferma che il consiglio è sempre stato al corrente dei punti di vista espressi dagli azionisti durante tale dialogo”.*

### 3.4 *Sul ruolo degli investitori istituzionali*

Il rapporto tra investitori istituzionali e società è trattato nella *Section 2 (Institutional Shareholders)* del *Combined Code. Sub E.1 (Dialogue with companies)*, il relativo *Main Principle* predica l'apertura del dialogo tra investitori istituzionali e società, basato sulla reciproca condivisione degli obiettivi (“*Institutional shareholders should enter into a dialogue with companies based on the mutual understanding of objectives*”); *sub E.3 (Shareholder Voting)* il *Main Principle* li invita a fare un uso ragionato del proprio diritto di voto (“*Institutional shareholders have a responsibility to make considered use of their votes*”).

La tesi di fondo del *Combined Code* è che “*Satisfactory engagement between company boards and investors is therefore crucial to the health of the UK’s corporate governance regime*”. Ma tale dialogo, tale coinvolgimento reciproco tra investitori istituzionali e società pare non essersi mai sviluppato a sufficienza.

A seguito della presentazione del *Draft Report*, molte furono le osservazioni critiche formulate dalla comunità dei gestori di fondi e dagli altri investitori istituzionali contro alcune proposte contenute nel *Draft Report* e ritenute espressive a) di un intento di spingere in modo eccessivamente prescrittivo gli investitori istituzionali in direzione di un “*engagement model*”, ossia di un'istituzionalizzazione di un loro approccio “attivo” e relazionale<sup>74</sup> alle

---

<sup>74</sup> Il termine “*engagement*” non coincide con quello di “*activism*”, espressivo di una forma di interventismo non sempre teso al dialogo. Si sostiene (Robert A. Monks and Nell Minow, *Corporate governance*, John Wiley & Sons, Lts, 4<sup>a</sup> ed., 2008, 199) che il primo fondo di investimento a stabilire una “*shareholder engagement*

dinamiche sociali; *b*) del proposito di concedere a FSA e FRC nuovi poteri invasivi dell'autonomia degli investitori istituzionali; *c*) della compressione della libertà di questi di determinare autonomamente il modo di promuovere azioni giudiziarie nei confronti delle società nelle quali essi hanno investito, a favore di un modello che preveda un esercizio necessariamente collettivo di tali azioni.

Pur avendo la versione finale del *Review* ribadito, nella sostanza, la direzione di marcia assunta sull'argomento già nel *Draft Report*, le preoccupazioni che poco fa abbiamo sinteticamente riportato sono state attentamente considerate, spingendo Sir Walker ad apportare alcune modifiche al contenuto delle relative *Recommendations*. Vi è da dire, però, che lo sfogo più concreto che quelle preoccupazioni sicuramente troveranno sarà nel *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* (o, anche *Stewardship Code*)<sup>75</sup>, che, presentato il 19 novembre 2009, dovrebbe prendere a breve il posto dei *Statement of principles*<sup>76</sup> predisposti nel giugno del 2007 dall'*Institutional*

---

*funds*" fu Hermes, un gestore di fondi inglese in passato gestore del fondo pensioni di British Telecom. Dell'attivismo, anche ai giorni nostri, di Hermes abbiamo parlato in una precedente nota. Esempio, oltretutto plateale, dimostrazione di sfruttamento delle potenzialità connesse con la scelta di *engagement* è la lettera aperta, pubblicata dal Financial Times il 13 gennaio 2010, di Knight Vinke, socio di ENI, al Presidente di questa società, Paolo Scaroni (e, per conoscenza, al Ministro dell'Economia). Con tale lettera, Knight Vinke, presentandosi come "azionista impegnato dell'ENI" (*committed*, nel testo inglese) reclama l'attuazione di uno *spin-off* di talune attività del Gruppo.

<sup>75</sup> Vedili all'*Annex 8* del *Review*, p. 153 ss.

Questo *Code* consisterà in una raccolta ed elaborazione di principi di buona condotta degli investitori istituzionali, quando questi scelgano di rapportarsi attivamente con le società nelle quali investono. Esso, come abbiamo già anticipato, non si spinge fino ad imporre in capo agli investitori istituzionali un obbligo di "*micro-manage*" ossia un obbligo di contribuire, pure marginalmente, alla gestione della società - né tantomeno giunge al punto di precludere agli investitori istituzionali di vendere la partecipazione detenuta quando tale scelta sia considerata quella più appropriata: suo obiettivo dichiarato è invece quello di migliorare il dialogo tra investitori istituzionali e società al fine di accrescere il rendimento nel lungo termine degli investimenti, quello di ridurre il rischio che i titoli perdano valore a causa di cattive decisioni strategiche, quello di contribuire a rendere più efficienti i poteri di gestione e di controllo della società.

<sup>76</sup> I "*principles*" che gli enti rappresentativi delle più importanti categorie di investitori istituzionali avevano elaborato erano i seguenti: gli investitori istituzionali dovrebbero *a*) rendere noto come

*Shareholders' Committee* (ISC), un ente partecipato dal *National Association of Pension Funds*, dall'*Association of British Insurers* e dall'*Investment Management Institute*<sup>77</sup>, ossia dai principali *Institutional Shareholders*. Il 19 gennaio 2010 sono iniziate le consultazioni dirette all'emanazione dello "Stewardship code for institutional investors" e nell'anno in corso vedrà di certo la luce<sup>78</sup>.

Al centro dell'analisi del *Review* intorno al ruolo degli "institutional shareholders" vi sta la presa d'atto che i risultati di una società sono normalmente influenzati dalle iniziative e dalle decisioni prese o non prese dai propri principali azionisti o dai gestori di fondi. A fronte della presenza di fondi la cui strategia si sostanzia nel mero fare *trading* – e questi non avranno alcun interesse nel relazionarsi attivamente con i rispettivi consigli amministrativi – ve ne sono altri, si osserva, la cui strategia li rende potenzialmente investitori di lungo termine. In questi ultimi casi, si osserva (R., p. 68 ss.), per minimizzare, neutralizzare, l'ordinario *gap* informativo che intercorre tra l'azionista e chi amministra i suoi capitali (l'organo amministrativo della società nella quale ha investito) e per rendere noto, con efficacia maggiore di quella che possa derivare dalla mera dismissione di parte dell'investimento, una propria insoddisfazione nei confronti della gestione; in questi casi, si diceva, il *Review* segnala come sia essenziale il ruolo degli *engaged investors*, ossia di quegli investitori (istituzionali) che abbiano scelto strategicamente di relazionarsi attivamente con

---

intendono adempiere ai propri doveri di *stewardship*; b) dotarsi di una seria *policy* nella gestione dei conflitti di interessi in relazione al dovere di *stewardship*; c) monitorare l'attività delle società nelle quali investono; d) dovrebbero fissare linee guida chiare in ordine al quando ed al come essi irrobustiranno la loro partecipazione come metodo per proteggere e rafforzare il valore per gli azionisti; e) cercare, quando appropriato, di agire assieme ad altri investitori istituzionali; 6) dotarsi di una chiara *policy* quando all'esercizio del diritto di voto e rendere noto come hanno esercitato tale diritto; 7) riferire periodicamente in ordine alla loro gestione e sull'esercizio del diritto di voto.

<sup>77</sup> Si ritiene (R., p. 82, 5.36), che "A Code reflects a firmer commitment to the content than Principles".

<sup>78</sup> La *Stewardship Theory* – applicata in politica ma anche in ambito giuridico – si contrappone all'*Agency* predicando una gestione della cosa altrui, per esempio da parte dei manager, svolta nella convinzione che gli interessi degli stessi *managers* coincidano con quelli dei soci.

la società nella quale hanno investito attraverso il continuo impegno a dispiegare particolari attività quali quelle di: *a) monitoring* della società, in particolare, familiarizzando e sottoponendo a valutazione le qualità professionali delle figure apicali del consiglio, soprattutto il Presidente del Consiglio di amministrazione ed il CEO, ed interrogandosi sull'adeguatezza del consiglio in termini di composizione, organizzazione, funzionamento e sulla capacità di realizzare gli obiettivi programmati; *b) di dialogo* con il suo consiglio, rivolto in particolare alla comprensione ed al sostegno delle principali strategie e obiettivi societari e, più di altri, verso l'approccio al tema delle politiche remunerative e della tolleranza al rischio. Dialogare anche in situazioni non di crisi dovrebbe contribuire, si sostiene (R., p. 80, 5.31), a creare un clima di reciproca fiducia che tornerà utile nei momenti di maggiore tensione; *c) di collaborazione* con altri gestori di fondi o altri azionisti, specie nei casi di preoccupazioni o doglianze comuni<sup>79</sup>. Sul punto vedi anche, oltre, la *Recommendation* (la n. 20B) a riguardo formulata; *d) di partecipazione al voto nell'assemblea generale (general meeting)*<sup>80</sup>.

Forte è dunque l'attenzione rivolta in questa parte del *Review* a dare corpo alle ragioni per le quali dovrebbe essere valorizzata l'attività di “*engagement*” degli investitori istituzionali<sup>81</sup>; attività che, si precisa però nel *Review*, né deve tradursi in un obbligo di *micromanage* la società in cui si è investito; né deve essere considerata come l'unica forma di *best practice* per i gestori di fondi altrui. Ciò detto (a rassicurare chi, nel corso della *Consultation*, aveva ventilato

---

<sup>79</sup> Review, p. 86, 5.42 Enhanced resource commitment and collaboration.

<sup>80</sup> Convocazione, partecipazione, deliberazione nella “*general meeting*” sono disciplinati alle Ss. 301 – 335 CA 2006, ma alle “*quoted companies*” troveranno applicazione anche le Ss. 341 – 361. Per “*quoted company*”, ai sensi della S. 361 del CA 2006 e – in forza di un rinvio espresso, - della Part. 15 dello stesso CA 2006, si intende “ *a company whose equity share capital- (a) has been included in the official list in accordance with the provision of Part 6 of the Financial Service and Market Act 2000 (c.8), or (b) is officially listed in an EEA State, or, (c) is admitted to dealing on either the New York Stock Exchange or the Exchange known as Nasdaq*”.

<sup>81</sup> “There is need for better engagement between fund managers ... and the boards of investee companies”, si legge a p. 12.

il rischio di un approccio eccessivamente prescrittivistico alla materia dei rapporti tra investitori istituzionali e società destinatarie degli investimenti), il *Review* sostiene come *l'engagement model* dovrebbe produrre i seguenti risultati e spingere e tenere i seguenti comportamenti: a) in caso di *undepformance* del titolo, il disinvestimento dovrebbe essere ritenuto come un rimedio estremo, non come uno ordinario (“*as a last rather than a first resort*”); b) dovrebbero essere vissuti in modo meno intensi gli annunci sui dati trimestrali relativi ai rendimenti e sugli altri indicati di risultati del breve periodo (R., p. 78, 5.26); c) i rapporti tra amministratori e azionisti dovrebbero essere più proficui e fondati su una comunicazione più fluida, circostanza che aiuterà i primi ad amministrare meglio la società (R., p. 78, 5.28).

Sul fronte del *board*, la figura che dovrebbe farsi carico di rendere accessibile il Consiglio ai maggiori azionisti, di tenere aperto “*the channel of engagement*”, di dare corpo a questo impegno attivando l’attività di dialogo<sup>82</sup> è, ovviamente, quella del Presidente del Consiglio di amministrazione (R., 80, 5.32).

La proposta contenuta nel *Review* è dunque un’ulteriore applicazione del modello “*comply or explain*”: occorrerebbe imporre ai gestori di fondi di investimento di fare una *disclosure* della natura del loro impegno a rispettare il *Stewardship Code*. Più in particolare, si propone (R., p. 70, 5.8) che venga chiesto ai gestori e agli investitori istituzionali di confermare pubblicamente se intendono rispettare gli impegni contenuti in quel *Code* o, in alternativa, di spiegare in termini chiari la loro diversa strategia di investimento.

Una *disclosure* sul punto, si afferma, agevolerebbe un processo di decisione informata da parte degli investitori finali e, in ultima analisi, potrebbe giovare agli stessi gestori di fondi in termini di raccolta di nuovi mandati (R., p. 71, 5.9).

---

<sup>82</sup> Che, si sottolinea (R., p. 80, 5.32) troverà la sua sede istituzionale più appropriata nella “governance evaluation statement”.

Nel caso che la scelta fosse quella di aderire al *Code*, si precisa che questa non precluderebbe affatto la possibilità di alienare la propria partecipazione quando ciò venisse ritenuto la migliore risposta alle preoccupazioni per la sottovalutazione del titolo. Quanto a questa possibilità, si sostiene essere molto importante (R., p. 76, 5.21) che, nei casi di passaggi di mano di ingenti pacchetti azionari, la società venisse informata dal proprio “*corporate broker*”<sup>83</sup>, sulle ragioni di tale movimento. Invero, a fronte della possibilità che esso sia solo l’effetto di scelte incentrate sul breve periodo, in altri casi esso potrebbe rappresentare l’effetto di valutazioni orientate al lungo periodo, ossia il risultato della convinzione che non sia più remunerativo investire nella società. Di tali motivazioni, si sostiene, il consiglio dovrebbe venire prontamente a conoscenza. Questo suggerimento è stato confermato nelle *Final Recommendations* nonostante la serietà dei rilievi formulati dalla *Confederation of British Industry*, secondo cui gli sforzi di rinsaldare i rapporti tra investitori e società dovrebbero compiersi in costanza di rapporto piuttosto che a rapporto cessato, tanto più considerando la difficoltà di ottenere da un’*ex* azionista le ragioni della sua uscita dalla compagine sociale.

Vediamo ora le sei *Recommendations* (le nn. 14 – 20) formulate in argomento<sup>84</sup>. La prima, la n. 14, prende in considerazione l’ipotesi di vendite di rilevanti quantità del titolo, e così afferma: “*I consigli di amministrazione*

---

<sup>83</sup> Il ruolo del “*Corporate broker*” è tratteggiato nel *Review* a p. 82, 5.35; il *corporate broker* è figura presente nelle maggiori FTSE *Companies*. Il principale compito assegnatogli è quello di rendere edotto il Presidente e l’intero Consiglio di amministrazione, dopo avere svolto consultazioni informali, in ordine alle principali preoccupazioni o lamentele degli azionisti in ordine alle scelte strategiche, alla *policy* in materia di remunerazione ecc..

<sup>84</sup> “Institutional investors should publicly disclose their policy on how they will discharge their stewardship responsibilities; 2) Institutional investors should have a robust policy on managing conflict of interests in relation to stewardship and this policy should be publicly disclosed; 3) Institutional investors should monitor their investee companies; 4) Institutional investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value; 5) Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate; 6) Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity; 7) Institutional investors should report periodically on their stewardship and voting activities.”

*dovrebbero assicurarsi di essere informati senza indugio di ogni rilevante modifica cumulativa nel libro soci; dovrebbero capire, nei limiti del possibile, le ragioni di tali modifica ed essere certi di aver adottato tutte le necessarie misure per dar risposta alle ragioni che hanno portato al cambiamento della compagine azionaria. Dovranno immediatamente informare FSA nel caso che rilevanti modifiche avvengano entro un breve periodo di tempo.”*

Quanto al ruolo della FSA nel caso in cui il passaggio di mano delle azioni cambi significativamente la composizione azionaria della società, si sottolinea (R., p. 77, 5.24) che il suo intervento, e la sua ricerca delle cause di tale passaggio, dovrebbero essere molto più efficaci di quanto avvenuto in passato. A questo proposito, nel *Draft Report* era stata formulata la seguente *Recommendation* (al tempo, la n. 15): *“In caso si assista ad un rilevante scambio di titoli in un breve periodo, FSA dovrebbe contattare i principali azionisti venditori per comprendere le ragioni di tale loro decisione e stimolare il consiglio di amministrazione della banca i cui titoli sono stati venduti al fine di ottenere da questo indicazioni su come intende rispondere a tali scelte”*. A tale proposta si è però obiettato che non pareva opportuno obbligare il cedente a spiegare a FSA le ragioni di tale decisione. Il suggerimento è stato accolto e la *Recommendation* n. 15 è stata ritirata.

La *Recommendation* n. 16 guarda ad un rinnovamento della competenze del FRC, affermando che *“Le competenze del Financial Reporting Council dovrebbero essere estese consentendo allo stesso di svolgere il compito di sviluppare ed incoraggiare, negli investitori istituzionali e nei gestori di fondi, l’aderenza ai principi di best practice. Questo nuovo ruolo dovrebbe essere precisato separando il contenuto del Combined Code – che potrebbe essere denominato come “the Corporate Governance Code”, da ciò che potrebbe essere più appropriatamente descritto come “the Stewardship Code”*.

Di questo Code si occupano le *Recommendations* n. 17 – 20. Secondo la prima, *“Il Code on the Responsibilities of Institutional Investors, preparato dall’Institutional Shareholders’ Committee, dovrebbe essere ratificato dal FRC*

e diventare lo “Stewardship Code”. In forza dell’indipendenza e dell’autorevolezza del FRC, questa sua ratifica dovrebbe conferire maggiore importanza al Code. Il suo status dovrebbe essere simile a quello del Combined Code nei termini di formulazione di best practice e la sua osservanza dovrebbe basarsi sul principio “comply or explain”.

Secondo la n. 18, “FRC dovrebbe sovrintendere ad una revisione periodica dello Stewardship Code, consultandosi strettamente con gli azionisti istituzionali, con i gestori di fondi e con le altre parti interessate; ciò allo scopo di assicurarne la continua idoneità ai fini che si prefigge di realizzare e di proporre le opportune modifiche”.

Secondo la n. 18B “Tutti i gestori di fondi che hanno dichiarato un loro impegno a partecipare attivamente alla vita della società nella quale investono dovrebbero prendere parte ad una verifica diretta a monitorare il rispetto dello Stewardship Code. Sotto la guida del FRC dovrebbero essere raggiunti accordi per un’indipendente supervisione del citato processo di monitoraggio con pubblicazione di un rapporto annuale”.

Il principio “comply or explain” prende corpo nella Recommendation n. 19: “I gestori di fondi e le altre istituzioni finanziarie autorizzate da FSA a svolgere attività di investimento dovrebbero dichiarare nel proprio sito web, o in altra forma ugualmente accessibile, se si impegnano a rispettare lo Stewardship Code. La disclosure di questo impegno dovrebbe essere accompagnata dall’indicazione se i loro incarichi da compagnie di assicurazione vita, fondi pensionistici e altri primari clienti normalmente contengono previsioni a supporto di una “engagement activity” e delle loro “engagement policies” in adempimento delle responsabilità disposte nel Stewardship Code. Quando un gestore di fondi o un investitore istituzionale non è pronto ad impegnarsi in tale senso, dovrebbe fornire, sempre sul web, una chiara spiegazione del proprio, diverso, modello di business e delle ragioni dell’assunzione di questa posizione”.

Nuovi poteri in capo alla FSA vengono proposti nella *Recommendation* n. 20: “FSA dovrebbe richiedere alle istituzioni autorizzate a gestire assets altrui, di illustrare chiaramente sul web la natura del loro impegno a rispettare lo *Stewardship Code* o di quella del loro modello di business alternativo”.

Rimane da mettere in luce quale sia stata la risposta data dal *Review* in ordine a due ulteriori aspetti del ruolo degli azionisti istituzionali: a) la collaborazione tra azionisti; b) la strategia in ordine al potere di voto.

Quanto alla prima, il suggerimento che i più importanti azionisti collaborino tra loro per rendere più efficace la loro azione si è combinato con la preoccupazione, manifestata nel corso della *Consultation*, che un’iniziativa collettiva da parte di un gruppo di primari azionisti possa creare una “*concert party situation*”<sup>85</sup>. Il risultato si è tradotto nella formulazione della *Recommendation* n. 20B, secondo la quale “Alla luce dell’importanza di facilitare un aumento degli “*engagement*” tra azionisti e imprese di investimento, FSA, consultandosi con FRC ed il *Takeover Panel*, dovrebbe sottoporre ad esame l’adeguatezza della vigente ‘*Safe Harbour interpretation and guidance*’ che è stata fornita come mezzo per minimizzare i possibili impedimenti legali a tali intese”. Il riferimento alla “*Safe Harbour interpretation*” va spiegato con il fatto che, a fronte delle preoccupazioni emerse nel corso della *Consultation*, FSA e *Takeover Panel* avevano pubblicamente ed ufficialmente manifestato la convinzione che nulla impedisse agli investitori istituzionali di discutere, congiuntamente, questioni con il Consiglio di amministrazione, quando la finalità fosse stata legittima e specialmente quando il fine di tali discussioni fosse quello di promuovere l’adozione di principi di “*good governance*” nelle società nelle quali hanno investito<sup>86</sup>.

---

<sup>85</sup> Per la definizione di “Acting in concert” v. The *Takeover Code*, Definitions, Section C.

<sup>86</sup> Vedi a proposito il *Practice Statement* n. 26, del *Takeover Panel*, emanato il 9 settembre 2009 e disponibile su [www.takeoverpanel.porg.uk/wp-content/2008/11/PS26.pdf](http://www.takeoverpanel.porg.uk/wp-content/2008/11/PS26.pdf); ed il chiarimento della FSA del 19 agosto 2009, disponibile su [www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/110.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Communication/PR/2009/110.shtml)

Alla *Recommendation* n. 21 si afferma infine che “*Gli investitori istituzionali e i gestori di fondi dovrebbero cercare attivamente le opportunità per collaborare attivamente, ogni qualvolta ciò produca l’effetto di aumentare la loro influenza nel promuovere miglioramenti sostenibili delle performance delle società nelle quali hanno investito. FRC, i maggiori gestori di fondi e gli investitori istituzionali dovrebbero invitare i più importanti investitori istituzionali stranieri – fondi sovrani, fondi pensionistici del settore pubblico ed altri, come gli ‘endowment fund’, ad aderire allo Stewardship Code.*”

Quanto invece alla policy in materia di voto, è la *Recommendation* n. 22 ad occuparsene affermando che, “*Dovessero decidere di esercitare il potere di voto, gestori di fondi e altri investitori istituzionali dovrebbero rendere pubblico il loro “voting record”, e le loro policies riguardanti l’esercizio del voto dovrebbero essere descritte sul web o altrove*”.

### 3.5 *Sul governo del rischio*

Come è intuibile, le attività di monitoraggio e di governo dei rischi finanziari all’interno di una banca vanno al cuore dell’attività di questo tipo di imprese, e ciò fanno in misura e modo radicalmente diversi di quanto non avvenga all’interno di un’impresa non finanziaria. In queste, invero, il rischio finanziario è *uno* dei vari rischi dell’attività d’impresa - e, di certo, non il più importante – e l’essenziale funzione dei relativi controlli interni sarà quella di mitigare quel rischio; nelle prime, invece, il rischio finanziario, nelle sue varie fenomenologie (di mercato, di credito, di liquidità, operativo, regolamentare, per parlare di quelli fondamentali, cui vanno aggiunti altri, quali il *reputational risk*), è il rischio costituente e caratterizzante il loro *core business*. Di qui, come è noto, la sottoposizione di queste imprese ad una stringente regolamentazione - destinata ad inasprirsi dopo la recente crisi finanziaria – e ad un’attenta vigilanza, alle quali deve però comunque affiancarsi un’attenta attività di *risk monitoring and management* o, genericamente, di *risk governance*, che il *Review* si incarica di rendere, per il futuro, più efficace .

Prima di esaminare le proposte ivi contenute facciamo però il consueto quadro sull'approccio a questo specifico tema formulato dal *Combined Code*. Il *Main Principle C.2* dispone che il Consiglio di amministrazione dovrebbe mantenere un sistema efficiente di controlli interni a tutela e salvaguardia degli investitori e del patrimonio sociale; quello C.3, che il Consiglio dovrebbe impegnarsi in modo trasparente ed ufficiale a valutare come applicare i principi sulla comunicazione finanziaria e quelli relativi ai controlli interni; ed a mantenere buoni ed adeguati rapporti con il *company's auditor*, ossia il revisore.

Nel *Review* il tema è stato affrontato in modo molto ampio ed articolato ed il risultato è la distribuzione della materia in otto paragrafi, dove ci si occupa di rapporti tra regolamentazione e rischi, di tipologie di rischio già conosciute e di future strategie in ordine ai rischi, di Comitato rischi e delle consulenze esterne che questo merita di ricevere, dell'indipendenza della funzione aziendale di controllo dei rischi.

Nel corso della *Consultation*, al consenso espresso in relazione all'intelaiatura generale delle riflessioni proposte e, in particolare, in relazione alla proposta di suggerire la costituzione di un "*board risk committee*", si erano unite talune preoccupazioni, ed in particolare le seguenti: a) talune delle cinque *Recommendations* apparivano appropriate solo per le banche di maggiore importanza. In quelle di importanza minore, si affermò, la loro applicazione sarebbe sproporzionata alla loro esposizione al rischio ed alla ridotta importanza del loro rischio sistemico; b) l'insediamento di un "*board risk committee*" non avrebbe dovuto mettere in ombra la responsabilità finale dell'interno del Consiglio di amministrazione in tema di gestione del rischio.

Da questi rilievi partono le osservazioni finali, sul punto, del *Review*.

### *3.4.1. Sui rapporti tra rischio e regolamentazione, sulle future strategie in ordine ai rischi e sul board risk committee*

Come abbiamo già detto, il *Review* si incarica di suggerire le opportune modifiche alla *governance* di banche ed altre istituzioni finanziarie affinché

l'attività di gestione e di controllo del rischio venga resa più efficace accanto ad una più attenta attività di *regulation* e ad un'altrettanto più incisiva attività di *supervision*. Quanto alla gestione del rischio, la proposta è che i consigli di amministrazione di banche ed altre istituzioni finanziarie debbano assicurarsi con rinnovata attenzione che: *a*) i rischi siano più prontamente individuati e fatti oggetto di valutazione; *b*) che quelli così individuati siano effettivamente posti sotto controllo; *c*) che la correlata strategia di gestione sia allineata alla specifica tolleranza al rischio di ciascuna istituzione finanziaria; *d*) che sia radicata nell'intera società una "*risk culture*" così che tutti coloro che vi operano siano pienamente avvertiti e messi in guardia sugli effetti ad ampio raggio delle loro azioni (R., p. 92, 6.5). Si aggiunge poi che, ogni qualvolta residuino dubbi o preoccupazioni, nel Consiglio o nell'apposito comitato rischi, in ordine al lancio di un nuovo prodotto o comunque all'assunzione di un nuovo rischio, il lancio o la nuova iniziativa dovrebbero essere rinviate o perfino abbandonate (R., p. 96, 6.17).

Quanto alla futura attività di *regulation*, ci si è diretti nell'affermare che essa dovrà: *a*) essere di maggiore e più alta qualità e che i *regulators* dovranno essere dotati di maggiore esperienza; *b*) farsi carico di eliminare o, quantomeno, di mitigare, il rischio che si ripeta quanto è accaduto di recente (alludendosi, ovviamente, alla crisi finanziaria del 2008); *c*) presentarsi in forme e con contenuti che non frustrino la possibilità delle istituzioni finanziarie, ma in particolare delle banche, di innovare mediante l'offerta di nuovi prodotti e nuovi servizi.

Nessuna raccomandazione è stata formulata sul punto.

La prima che troviamo in argomento, la n. 23, ha per oggetto la creazione di un *board risk committee* separato da quello *audit*. A riguardo, nel *Review* si osserva preliminarmente (R., p. 92, 93) come l'impegno a portare un'attenzione più rigorosa verso il rischio, richieda la messa a fuoco della distinzione tra gestione e controllo dei rischi conosciuti da una parte, e processo decisionale in relazione agli attuali ed ai futuri rischi dall'altra. Come è ovvio, questa seconda

tipologia di attività è ben più soggetta ad errore, per la possibilità che i dati esperienziali a disposizione non siano in grado di consentire un'adeguata individuazione di potenziali nuovi rischi. A riguardo si fa l'esempio dell'improvviso venir meno della liquidità su tutti i mercati, cosa accaduta nell'ottobre del 2008.

Il ruolo dell'*audit committee*, si rileva, dovrebbe essere, essenzialmente, di tipo "*backward-looking*", riguardando l'attività di gestione e controllo dei rischi finanziari noti, mentre, si sostiene, il problema del rischio assume una connotazione tipicamente "*forward-looking*" ogni qualvolta il Consiglio debba decidere le strategie in ordine allo stesso e, in particolare, all'assunzione di nuovi rischi. Ciò che si afferma è che se, nel passato, l'analisi *backward* e quella *forward* sono state svolte entrambe dall'*audit committee*, il confronto con altre esperienze straniere – si cita l'Australia – mette in luce l'esistenza di un differente modello di organizzazione dell'approccio al rischio, caratterizzato dalla distinzione di funzioni tra *audit* e *risk committee*, riservando al secondo una supervisione degli aspetti relazionali con la futura esposizione al rischio.

La proposta formulata con la *Recommendation* n. 23 è dunque la seguente: "*Il Consiglio di una banca o di una compagnia di assicurazione sulla vita facenti parte del FTSE 100-listed index dovrebbe insediare un "board risk committee", un comitato rischi in seno al Consiglio, distinto dall' "audit committee". Il primo dovrebbe avere la responsabilità della supervisione e della consulenza al Consiglio di amministrazione in ordine alla corrente esposizione al rischio ed alla futura "risk strategy", oltre al radicamento ed il mantenimento di una cultura di attenzione verso il rischio. Nel consigliare il Consiglio, questo comitato dovrebbe assicurarsi che esso presti attenzione alle attuali e future condizioni macroeconomiche e finanziarie, come quelle messe in luce da Bank of England, FSA ed altre rilevanti fonti di informazione finanziaria ed economica*".

Questo comitato, si precisa nel testo, dovrebbe essere presieduto da un amministratore non esecutivo oltre che essere composto, in maggioranza, da

amministratori non esecutivi. Viene messa in dubbio l'utilità di prevedere, tra i membri, anche il CEO: si suggerisce che sia il Presidente del Comitato rischi a decidere. Ad esso dovrebbe essere assegnato il compito di consigliare il Consiglio di amministrazione su tutte le questioni "high-level" attinenti alla gestione del rischio ed alla strategia rispetto al futuro rapporto con lo stesso (R., 6.16, p. 96); esso dovrebbe relazionarsi e dare consiglio al Comitato per le remunerazioni sui sistemi di ponderazione per il rischio da applicare alla parte del compenso del CEO e del *top management* che sia stata legata al raggiungimento di determinati risultati (R., 6.18, p. 97). Il suo Presidente dovrà avere la possibilità di relazionarsi con il *Chief Risk Officer* (CRO), così come dovrà essere garantito a quest'ultimo diretto accesso al Presidente del Consiglio di amministrazione di quel comitato ogni qualvolta insorga un disaccordo con il CEO o con il CFO (R., 6.21, p. 98).

Quanto al CRO, l'attenzione viene portata sull'importanza di garantirne l'indipendenza e sul punto viene formulata un'apposita *Recommendation*, la n. 24, secondo la quale "A supporto dell'attività consiliare di governo del rischio, un consiglio di amministrazione di banche o di altre istituzioni finanziarie dovrebbe essere assistito da un CRO. Questi dovrebbe partecipare al processo di gestione del rischio e di sua supervisione al più alto livello ed avere uno status di totale indipendenza dalle singole divisioni aziendali. Oltre al CEO o al CFO, il CRO dovrebbe riferire al Comitato rischi, con la possibilità di accedere direttamente al Presidente di tale Comitato in caso di necessità. A tutela della sua indipendenza dovrebbe venire previsto che la sua revoca dall'incarico richieda la preventiva approvazione del Consiglio di amministrazione. Il suo compenso dovrebbe essere soggetto ad approvazione del Presidente del Consiglio di amministrazione o di quello del Comitato per le remunerazioni".

Tornando al Comitato rischi, questo dovrà avere poi la possibilità di ricorrere a consulenze esterne di elevata qualità professionale. L'analisi di questa possibilità, oggetto di riflessioni critiche nel corso della *Consultation*, incentrate sulla preoccupazione che tale apporto esterno venga fornito da soggetti privi

dell'indipendenza necessaria, si è tradotta nella formulazione della *Recommendation* n. 25: “*Il Comitato rischi dovrebbe essere aperto ai vantaggi che potrebbero derivare dal fatto di richiedere un aiuto da parte di risorse esterne alla società, ciò come mezzo per apprendere e dare rilievo alle principali esperienze e per giudicare criticamente le proprie valutazioni ed analisi.*”

Inoltre, ogni qualvolta sia coinvolto nella valutazione di un affare di dimensione transnazionale, il Comitato rischi dovrebbe invitare fermamente il Consiglio di amministrazione a disporre, prima di decidere di procedere con l'operazione, un'attenta *due diligence*. Il punto ha dato luogo alla formulazione della *Recommendation* n. 26: “*Quando si debba valutare l'ipotesi di un'acquisizione o di una dismissione, sarebbe buona norma per il Comitato rischi, nel consigliare il Consiglio di amministrazione, assicurarsi che - prima che sia stata presa una decisione - sia stata fatta una due diligence in ordine all'operazione progettata, che si concentri in particolare modo sui profili di rischio e sulle implicazioni sul rischio per la società*”.

#### *3.4.2. Sulla disclosure in tema di rischi e sulla gestione di questi*

La proposta che il *Review* avanza in conclusione è che venga aumentato il livello di trasparenza in materia di rischi cui le banche debbano attenersi, a beneficio ultimo degli azionisti. Ciò potrebbe essere fatto, si afferma (R. p. 103, 6.33), imponendo al Comitato rischi la redazione di una specifica informativa (*report*) sulla sua attività.

Il punto ha prodotto la formulazione della *Recommendation* n. 27, secondo cui “*Il rapporto sulla propria attività fatto dal Comitato rischi dovrebbe essere inserito all'interno del rapporto annuale, di competenza del Consiglio di Amministrazione, sulla situazione finanziaria e patrimoniale della società, come un rapporto separato. Dovrebbe descrivere la strategia della società in ordine alla gestione del rischio, informando sulle esposizioni ai principali rischi, sul grado di appetito e di tolleranza al rischio e spiegando come l'attuale strategia*

*del rischio è valutata in chiave prospettica, tenendo presente sia le esposizioni del ramo bancario sia quelle dell'attività di trading, e l'efficacia del processo di gestione del rischio su tali esposizioni. Questo report dovrebbe inoltre fornire, almeno, una qualificata informazione intorno all'ambito ed ai risultati del programma di stress-testing<sup>87</sup>; oltre che un'informazione sui membri del comitato, sulla frequenza delle sue riunioni, se sono stati chiesti ed ottenuti pareri esterni e, se sì, chi li ha forniti”.*

### 3.6 *Sulle retribuzioni di amministratori e dirigenti*

Allo scottante tema dei compensi degli amministratori e del *top management* è dedicato l'intero *Chapter 7*, con il quale si chiude l'analisi del *Review*. Già prima dell'avvio del processo di *consultation*, la materia della remunerazione aveva ricevuto forte attenzione – di essa si sono occupate le analisi di Cadbury, Hampel, Turnbull e Higgs – oltre che un'abbondante dose di regolamentazione, seppure a differenti livelli, anche europei<sup>88</sup>. E' con l'*Higgs Report*, però, che la direzione di marcia in materia di remunerazione cambia: se prima l'attenzione era tutta portata sul dovere di fare una piena e chiara *disclosure* sulle remunerazioni degli amministratori, con l'*Higgs Report* si mette in nuova luce l'importanza di allargare il raggio dei poteri del *Remuneration committee*, cosa che effettivamente verrà fatta, assegnandogli il compito di fissare il livello e la struttura dei compensi a favore dell'attività degli *executive directors* e del Presidente del Consiglio di amministrazione.

---

<sup>87</sup> E' quello che punta ad individuare il *TCE ratio*, ovvero il *tangibile common equity ratio*.

<sup>88</sup> Invero, la materia è stata “toccata” anche dalla Commissione Europea la quale, il 14 dicembre 2004 (2004/913/CE), nell'ambito del *Action Plan on company law and Corporate governance (Modernising Company Law and Enhancing Corporate governance in the EU)*, ha emesso una Raccomandazione che mette in luce l'importanza di un'adeguata *disclosure* in materia. Vedila in [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/directors-remun/financialsector\\_290409\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/financialsector_290409_en.pdf)

Come si capirà a breve, però, le regole UK comprendono già un livello disciplinare più rigoroso di quello propugnato dalla Commissione europea.

La materia è disciplinata: *a)* dal CA 2006; *b)* dalle *Listing Rules*, *c)* dal *Combined Code* ed ora *d)* anche dal *Remuneration Code*, tenuto da FSA.

Nel primo, l'attenzione viene portata sulla *disclosure* che deve essere data al tema: nella S. 412 *Information about directors' benefits: remuneration*, a valere per ogni società; nell'intero *Chapter 6 (Quoted Companies: Directors' Remuneration Report)*, dove le S. 420 (*Duty to prepare directors' remuneration report*), 421 (*Contents of directors' remuneration report*), 422 (*Approval and signing of directors' remuneration report*), disciplinano con maggiore attenzione le modalità di presentazione ed il contenuto del *directors' remuneration report*, il rapporto con il quale i soci vengono informati intorno alle retribuzioni corrisposte agli amministratori<sup>89</sup>.

Il *Combined Code*, invece, non si limita a disciplinare il profilo della trasparenza dei compensi, ma entra nel merito delle questioni relative alla politica retributiva di una società, e l'approccio "culturale" al problema della remunerazione dei componenti del Consiglio che mette in luce è, a nostro avviso, ben scolpito nel *Main Principle B.1*, dove si afferma: *a)* che il livello di remunerazione offerto agli amministratori deve essere sì di livello tale da attrarre, trattenere e motivare quegli amministratori che abbiano le qualità richieste per gestire con successo la società, ma *b)* che ciò non può tradursi nella corresponsione di compensi in misura superiore a quanto sia necessario per raggiungere tale obiettivo; *c)* e che, infine, una parte significativa della remunerazione corrisposta a favore degli amministratori esecutivi dovrà essere legata alla *performance* aziendale ed a quella del singolo amministratore<sup>90</sup>.

---

<sup>89</sup> Sono evidenti le similitudini con l'art. 114bis (Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori).

<sup>90</sup> "Levels of remuneration should be sufficient to attract, retain and motivate directors of the quality requested to run the company successfully, but a company should avoid paying more than is necessary for this purpose. A significant proportion of executive directors' remuneration should be structured so as to link rewards to corporate and individual performance".

Molto simile a quello citato è il Principio generale con cui si apre il §. 4 Meccanismi di remunerazione e incentivazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche, del 4 marzo 2008, di Banca d'Italia: "Adeguati meccanismi di remunerazione e incentivazione degli amministratori e del management della banca possono favorire la competitività e il governo delle imprese bancarie. La remunerazione, in particolare di coloro che rivestono ruoli chiave all'interno dell'organizzazione aziendale, tende ad

L'analisi del quadro normativo in materia si deve però aprire con il CA 2006, il quale vi dedica più disposizioni: a) le Ss. 420 (*Duty to prepare directors' remuneration report*), 421 (*Contents of directors' remuneration report*) e 422 (*Approval and signing of directors' remuneration report*), tutte facenti parte del *Chapter 6: Directors' remuneration report*, con le quali si dispone che gli amministratori di una società quotata in borsa relazionino l'assemblea annualmente in ordine alle proprie remunerazioni, essendo poi stato demandato al *Secretary of State* il compito di puntualizzare i termini di quest'obbligo<sup>91</sup>, b) le Ss. 215 (*Payments for loss of office*), 216 (*Amounts taken to be payments for loss of office*) e 217 (*Payment by company: requirement of members' approval*), tutte facenti parte del paragrafo *Payments for loss of office*, che si incaricano invece di disciplinare la questione delle indennità da erogare a favore di un amministratore nel caso in cui cessi dalla sua carica.

Nel *Combined Code* la materia è disciplinata nella *Section 1B Companies – Remuneration*, dove vengono trattati livello e struttura e policy in materia di retribuzioni, oltre che nella *Schedule A (Provisions on the design of performance related remuneration)*. Tra le varie disposizioni, ricordiamo la *Code Provision B.2.1-4* secondo la quale ogni società soggetta al *Combined Code* dovrebbe istituire un *Remuneration Committee*, il Comitato remunerazioni, che dovrebbe essere composto almeno da tre amministratori non esecutivi indipendenti. A questo comitato dovrebbe essere attribuita la responsabilità di determinare la remunerazione, il trattamento pensionistico ed ogni altra forma di eventuale indennizzo per tutti gli *executive*

---

*attrarre e mantenere nell'azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa. Al contempo, i sistemi retributivi non devono essere in contrasto con le politiche di prudente gestione del rischio della banca e con le sue strategie di lungo periodo...".*

<sup>91</sup>Cosa che è avvenuta con il *Directors' Remuneration Report Regulations 2002* (<http://www.opsi.gov.uk/SI/si2002/20021986.htm>) in forza del quale le società devono divulgare, tra le molte, le seguenti informazioni: i) gli emolumenti, ii) i piani di *stock options*, iii) i piani incentivanti a lungo termine, iv) i trattamenti pensionistici; vi) le somme da corrispondere a terze parti; vii) gli indennizzi a vantaggio di passati amministratori. Tra gli *emoluments* entrano a fare parte il salario, le *fees* (ossia gli emolumenti diversi da quello), i *bonus*, i rimborsi spese tassabili, gli indennizzi pagati per la perdita del posto di lavoro, il valore stimato dei *benefits* ricevuti non consistenti in denaro.

*directors*, oltre che per il Presidente del Consiglio di amministrazione; e quella di suggerire il livello e la struttura della remunerazione per il *senior management*.

Infine, la materia della remunerazione degli amministratori è trattata anche nelle *Listing Rules* e, a livello di *best practice*, nelle *Guidelines on Executive Remuneration Policies and Practices* indicate dalla *Association of British Insurers*, ma - dopo la pubblicazione del *draft report* del *Walker Review* nel Luglio 2009 – l’approccio dei *regulators* verso la stessa ha subito importanti sviluppi, tra i quali vorremmo segnalare:

L’emanazione, in agosto del 2009, di ciò che viene chiamato “*FSA's Remuneration Code* (più precisamente “*Reforming remuneration practices in financial services*”<sup>92</sup>), diretto - come si legge nelle premesse – a fissare *rules, provisions, guidance* in materia di remunerazione, spingendo le imprese ad adottare politiche remunerative adottate da ciascuna impresa compatibili con l’impegno alla gestione attenta dei rischi<sup>93</sup>. FSA, esercitando i poteri conferitili dal FSMA 2000, ha poi emanato un provvedimento applicativo (il *Senior Management Arrangements, Systems And Controls (Remuneration Code) Instrument 2009*), entrato in vigore il 1° gennaio 2010. Il suo raggio di copertura è molto ampio, andando a toccare ogni aspetto della remunerazione di amministratori e dirigenti che possa produrre riflessi sull’attività di gestione del rischio, ma l’unica *general requirement* ivi contenuta è quella che dispone che “*Remuneration policies must be consistent with effective risk management*”. Il *Code* si applicherà direttamente alle maggiori banche, alle *building*

---

92 Consultabile in [http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/Policy/2009/09\\_15.shtml](http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Policy/Policy/2009/09_15.shtml). Nel Review (R., p. 115, 7.27) si manifesta la convinzione che le regole introdotte con il *Code* siano, a livello internazionale, le più severe.

93 Remuneration Code, 19.2, p. 57.

*societies*<sup>94</sup> oltre che ai *broker dealers*<sup>95</sup>. Molte banche inglesi avevano dichiarato di aderire al *Code* già prima della sua entrata in vigore<sup>96</sup>;

la pubblicazione, in settembre, del “*G20 Remuneration Standards*”<sup>97</sup>, una parte del quale è dedicata proprio alla composizione della retribuzione ed ai suoi rapporti con il rischio (*Pay structure and risk alignment*), altra parte alla trasparenza sulle scelte consiliari in materia di compenso agli amministratori (*Disclosure*);

l’emanazione, da parte del Parlamento, del “*Financial Services Act 2010*”, considerato “il terzo momento della legislazione post-crisi”. Tra le varie novità (ricordiamo: la creazione del *Council for Financial Stability* con il compito di coordinare *Bank of England, Treasury* e FSA; il conferimento del potere a FSA di vietare lo *short selling* ecc.) vi stanno anche quelli di assegnare ad FSA il compito di emanare *general rules* in materia di compensi agli amministratori e di allargare il raggio tracciato dal CA 2006 in tema di *disclosure* sui compensi agli amministratori. La *Section 6 (Rules made by FSA about remuneration)* consente a FSA di dettare regole molto invasive dell’autonomia negoziale in materia di determinazione del compenso: nel *Financial Services and Markets Act 2000* è stata infatti inserita una disposizione (la S. 139A *General rules about remuneration*) grazie alla quale FSA potrà emanare *general rules* capaci di: *i*) vietare che talune persone possano essere remunerate in un determinato modo; *ii*) sanzionare con la nullità la violazione di tale proibizione. Possibilità, quest’ultima, esercitata generalmente davvero in via eccezionale e quale *last resort*, stante l’oramai nota avversione inglese verso i divieti negoziali e le *prescriptive rules*.

Quando fin qui riportato testimonia bene, possiamo dunque dirlo, l’enorme attenzione dei *regulators* verso la materia e, in particolare, verso i

---

94 Le *building societies* sono società di capitali costituite ai sensi del *Building Societies Act 1986* con lo scopo di fare prestiti ai propri membri dietro concessione di ipoteca – generalmente, ma non necessariamente, di primo grado - sugli immobili.

95 Ossia, qualsiasi persona fisica o giuridica che opera nel settore della compravendita di titoli e strumenti finanziari per sé o per terzi soggetti agendo come broker o come dealer.

96 Alla data di chiusura di questo scritto, quantomeno Barclays, HSBC, Lloyds, RBS, and Standard Chartered.

97 Consultabili su <http://www.pittsburghsummit.gov/documents/organization/129870.pdf>.

riflessi della stessa sulla *governance* del rischio. E' dunque questo il terreno, l'ambiente, nel quale si sviluppano le *Recommendations* di Sir David Walker.

Il *Review* affronta il tema nel *Chapter 7, Remuneration*, e suddivide la trattazione dell'argomento nelle seguenti partizioni: *a)* Sul ruolo della FSA e sulle politiche remunerative all'interno di banche ed altre istituzioni finanziarie; *b)* Sulla supervisione ad opera del Comitato per le remunerazioni; *c)* Sulla trasparenza delle principali ("*high end*") remunerazioni; *d)* Sulla trasparenza delle banche straniere; *e)* Sull'aggiustamento per il rischio delle *performance*, degli incentivi, dei rinvii di pagamento e delle forme di recupero delle somme pagate; *f)* Sui "*Retention arrangements*"<sup>98</sup>; *g)* Sul voto all'interno del Comitato per le remunerazioni; *h)* Su una possibile estensione della *disclosure* da parte del Comitato per le remunerazioni; e, infine, *i)* Linee guida in materia di consulenza esterne sulle politiche remunerative.

Seguiranno ben 11 *Recommendations*.

Oltre ad essere trattata nell'indicato *Chapter 7*, della materia si occupano anche gli Annexes nn. 11 (*Consideration relevant to Recommendation 33 on 'high end' remuneration structure*) e 12 (*Updated code of conduct for remuneration consultants in the UK*).

Passiamo ora a vedere quali sono, in concreto, le riflessioni e le *Recommendations* svolte e formulate nel *Review*.

### *3.6.1. Sul ruolo del Remuneration Committee e sulle remunerazioni degli high-end employees*

La prima proposta formulata nel *Review* riguarda il ruolo del *Remuneration Committee*, che si auspica venga irrobustito passando da quello di organo competente in ordine alle sole remunerazioni degli appartenenti al

---

<sup>98</sup> Sono accordi nati nelle operazioni di *Mergers and Acquisitions*, tesi a far sì che le figure aziendali più importanti siano incentivate a rimanere in azienda attraverso la corresponsione di bonus o di stock option riscuotibili o esercitabili solo al ricorrere di certe condizioni.

Consiglio di amministrazione<sup>99</sup>, a quello di organo competente a valutare la politica di remunerazione di ogni soggetto operante all'interno della società o del gruppo. Insistendo per l'accoglimento della proposta formulata già nel *Draft Report*, il *Review* (p. 108, 7.7) fugge le preoccupazioni sollevate nel corso della *Consultation* affermando di non vedere ragione alcuna perché tale allargamento dei poteri di questo comitato sminuisca il ruolo e la responsabilità del Consiglio di amministrazione, al quale continuerà comunque a competere la trattazione e la determinazione delle remunerazioni a livello individuale.

La prima *Recommendation* in argomento è, dunque, la n. 28: “*Il Comitato per le remunerazioni dovrebbe avere una sufficiente conoscenza dell'approccio societario alle remunerazioni ed alle altre condizioni contrattuali riguardanti i rapporti di lavoro, ciò al fine di assicurarsi che venga adottato nei confronti di tutti i dipendenti della società un sistema di remunerazioni coerente. I poteri del comitato dovrebbero comprendere anche quello di fissare i principi generali ed i parametri della complessiva politica remunerativa*”. L'invito a riconoscere al Comitato per le remunerazioni il potere di valutare che le remunerazioni di tutti i dipendenti siano trattate in modo “coerente”, si spiega agevolmente ricordando come nel periodo recente le banche inglesi, al pari di quelle americane, si siano distinte per un forte allargamento della “forbice” tra le remunerazioni più alte e quelle più basse; circostanza che, tra l'altro, ha spinto il *Company Act* ad introdurre in capo alle società quotate obblighi di *disclosure* in ordine alla politica di remunerazione nei confronti di tutto il personale:

Al *Remuneration Committee* dovrebbero essere poi assegnati, come già anticipato, poteri tali da coprire anche l'area dei soggetti “*below board level*”: spesso, si afferma (R., p. 108, 7.8), queste figure non solo guadagnano di più degli amministratori ma, ciò che appare ancor più meritevole di grande

---

<sup>99</sup> Code Provisions B.2.2. “The remuneration Committee should have delegated responsibility for setting remuneration for all executive directors and the chairman, including pension rights and any compensation payments....”.

attenzione, svolgono anche compiti capaci di influenzare fortemente il profilo di rischio dell'attività aziendale.

Contro un utilizzo così ampio di poteri da parte del *Committee* si afferma che saranno probabili le resistenze di molti CEO, perché questi vedrebbero sottrarsi il potere di usare la remunerazione come elemento di motivazione e di incentivazione verso le descritte figure professionali. Il R. assume a riguardo una posizione equilibrata, auspicando che il *Committee* eserciti questo proprio nuovo potere tenendo in debito conto l'opinione del CEO e della *HR function* (la funzione aziendale *Risorse Umane*). Nelle *Final Recommendations* viene così messa a fuoco – apportando una rilevante modifica rispetto a quanto proposto nel *Draft Report*<sup>100</sup>, ma ponendosi in linea con quanto già previsto allora nel *Draft Remuneration Code*<sup>101</sup> – la definizione di “*high end employees*”: tali sono, letteralmente, coloro che, all'interno di una banca o di un'altra istituzione finanziaria, pur non rivestendo il ruolo di *directors*, svolgono “*a significant influence function*” sull'attività aziendale, o quelli la cui attività può avere “*a material impact on the risk profile of the entity*”.

Il risultato dell'analisi è la *Recommendation* n. 29: “*I poteri del Comitato remunerazioni non dovrebbero riguardare solamente i compensi dei “main board executives” ma estendersi alla supervisione delle politiche remunerative e dei risultati dei dipendenti “high end”*”.

Rifiutata - perché ritenuta populistica, d'interesse solo dei *media* e capace di danneggiare la reputazione della *City* – la proposta di imporre la divulgazione dei nomi degli “*high-end employees*”, la strada che il *Review* propone di

---

<sup>100</sup> Dove gli “high-end employees” furono indicati come “those who earned more than the median Board director”.

<sup>101</sup> Al punto 4.11 del *Draft Remuneration Code* si chiariva che “We have revised the scope of application of the Code to address the concerns raised. The principles relating to governance, risk management and performance measurement will apply to all employees. For the principles relating to remuneration structures (principles 8 – 10 in the Code as published in CP09/10) we have responded to the concerns raised by limiting the scope of application to senior management and to employees whose activities have or could have a significant impact on the firm's risk profile.” Questa disposizione è stata ora confermata pienamente nel *Code* definitivo.

percorrere è quella di un'ampia *disclosure* sui risultati dell'indagine del *Committee* e della sua opera di estesa supervisione. Il primo risultato di queste riflessioni è la *Recommendation* n. 30, secondo cui “*In relazione agli “high-end employees”, l’annuale rapporto del Comitato per le remunerazioni dovrebbe indicare se il Comitato stesso si ritiene soddisfatto del modo in cui la struttura remunerativa a favore di questa categoria di dipendenti ha tenuto conto dei risultati della stessa e del necessario aggiustamento al rischio; dovrebbe poi spiegare i principi che stanno alla base della politica di remunerazione di queste figure, nel caso in cui questi differiscono da quelli previsti per gli amministratori esecutivi”*.

Ma i propositi di trasparenza prendono ancora maggiore corpo quando si propone che nel rapporto presentato dal Comitato remunerazioni si determinino ed indichino tre fasce di reddito (vedile indicate a breve nella relativa *Recommendation*) e si informi su quanti sono i dipendenti rientranti in ciascuna fascia. Ciò dovrebbe essere richiesto sia alle banche appartenenti al FTSE 100-listed *index*, sia alle società non quotate confrontabili a quelle, come, ad esempio, le più grandi *building societies*.

Questo è il contenuto della relativa *Recommendation* n. 31: “*In caso di banche appartenenti al FTSE 100-listed index e di società non quotate confrontabili a quelle, come le più grandi building societies, il rapporto del Comitato remunerazioni, a partire dall’esercizio 2010 e per quelli seguenti, dovrebbe indicare il numero dei dipendenti “high end”, inclusi gli amministratori esecutivi, i cui compensi attesi sono inclusi nella fascia da 1 a 2.5, in quella da 2.5 a 5 e in quella da 5 milioni di sterline in su. All’interno di ciascuna fascia dovranno essere indicati i principali elementi salariali, i cash bonuses, le azioni postergate, i premi collegati al raggiungimento di determinati risultati, i trattamenti pensionistici. Queste evidenziazioni dovrebbe essere accompagnate dall’indicazione delle unità operative dell’attività aziendale ai quali queste fasce di remunerazione sono riferibili.”*

All'obbligo di *disclosure* non debbono sfuggire, si ritiene, le banche inglesi succursali di banche straniere. A riguardo interviene la *Recommendation* n. 32: “*Le banche autorizzate ad operare da FSA che sono società di diritto inglese, controllate da società straniere, dovrebbero divulgare, quanto all'esercizio 2010 e quelli seguenti i dettagli della remunerazione complessiva dei propri “high-street employees”, per fasce, e i principali elementi di tali remunerazioni.*”

### *3.6.2. Sulla necessità di utilizzare meccanismi di “aggiustamento del rischio” per determinare la parte variabile della remunerazione e sui retention arrangements*

L'analisi sul punto muove dall'analisi (R., 7.23 ss., p. 114 e 115) di come, a dire di taluni partecipanti alla *Consultation*, talune proposte contenute nel *Draft Report* siano perfetibili: troppa rigidità prescrittiva con riguardo alla parte variabile della remunerazione, con il rischio che l'effetto sia quello di alleggerire il peso su quella per spostarlo sulla parte fissa provocando, in ultima analisi, un aumento dei costi per le retribuzioni; severità eccessiva - e, comunque, ben superiore a quella utilizzata da altri paesi, si afferma non senza una qualche dose di ragione - con il rischio di produrre uno svantaggio competitivo al Regno Unito.

Sir Walker riconosce, poi, come effettivamente nel *Draft Report* non fosse stata data l'importanza dovuta alla necessità che, in sede di strutturazione della parte variabile della remunerazione, banche ed altre istituzioni finanziarie individuino le *performance* cui condizionare l'erogazione di parte della remunerazione e poi ne valutino la realizzazione sulla base di sistemi di ponderazione per il rischio<sup>102</sup>, ossia, che tengano in dovuto conto i rischi, attuali e futuri, associati a quel determinato tipo di operatività.

---

<sup>102</sup> Sono i cosiddetti “Rapm”, Risk Adjusted Performance Measurement.

Nel *FSA Remuneration Code*, si ricorda (R., p. 115, 7.24), è stata introdotta una previsione che tende a far sì che la parte variabile delle remunerazioni venga rapportata agli utili piuttosto che ai ricavi o al fatturato<sup>103</sup>, per poi aggiustare anche essa per il rischio presente o futuro.

Ciò detto, e preso atto del fatto che la coeva emanazione del *FSA Remuneration Code* consiglia di fare in modo che le *Recommendations* che verranno formulate in tema di remunerazione vengano recepite dalla FSA, affinché non ci siano troppe fonti disciplinari sulla stessa materia, il *Review* ritiene che non ci siano ragioni per ritirare la *Recommendation* n. 33 proposta nel *Draft Report* relativa alla strutturazione della remunerazione, e ciò all'insegna dell'interesse, ritenuto meritevole di perseguimento, che la parte variabile della remunerazione venga agganciata ai risultati di lungo periodo.

Dopo aver premesso<sup>104</sup> che dovrebbe spettare al Comitato remunerazioni di agire come una “*countervailing force*”, ossia come un sistema di compensazione ed equilibrio capace di assicurare che le strutture remunerative vadano incontro agli interessi di lungo termine degli azionisti, ma anche degli

---

<sup>103</sup> E', precisamente, il *Principle 4* e la conseguente *Proposed Guidance (Profit-based measurement and risk-adjustment)*. Proposed Evidential Provisions: “*Assessments of financial performance used to calculate bonus pools should be based principally on profits. A bonus pool calculation should include an adjustment for current and future risk, and take into account the cost of capital employed and liquidity required*”. Proposed Guidance: “*Measuring performance based wholly or mainly on revenues or turnover can provide an incentive for employees to pay insufficient regard to the quality of business undertaken or services provided, or their appropriateness for the client. Profits are a better measure, but they should be adjusted for risk, including future risks not adequately captured by accounting profits. Management accounts should provide profit data at such levels within the firm's structure as enables a firm to see as accurate a picture of an employee's contribution to a firm's performance as is reasonably practicable. If revenue or turnover is used as a component in performance assessment, processes should be in place to ensure that the quality of business undertaken or services provided and their appropriateness for clients is taken into account. A number of techniques are available to adjust profits and capital for risk, and a firm should choose those most appropriate to its circumstances. Common techniques include those based upon a calculation of economic profit or economic capital. Whichever technique is chosen, the full range of potential risks (including, for example, liquidity risk) should be covered. The FSA expects a firm to be able to provide information relating to the workings of the calculations. The results of risk-adjustment are not foolproof, and accordingly a firm should apply judgment and common sense in the final decision about the performance-related component of remuneration.*”

<sup>104</sup> Questa volta in un *Annex*, il n. 11, a p. 169.

interessi pubblici, il *Review* articola la sua proposta senza prendere posizioni nette intorno al punto ottimale di equilibrio tra le tre tradizionali componenti della remunerazione dei banchieri - “*basic salary*”, “*short-term bonus*” e “*long term-incentives*” - rinviandola ad una valutazione da svolgersi in concreto ed al giudizio del Comitato remunerazioni<sup>105</sup>.

Per ciò che riguarda, però, la parte variabile della remunerazione degli amministratori e degli *high end employees*, il *Review* mette in luce l'importanza di decidere *ex ante* in quale misura il suo pagamento dovrebbe essere diluito nel tempo al fine di assicurare la dovuta attenzione ai risultati di lungo periodo. Muovendo dall'esigenza di assicurare il rinvio minimo appropriato, il *Review* propone che: *a)* almeno la metà degli incentivi variabili abbia la forma di piano di incentivazione di lungo termine; *b)* che ci sia una “*pre-vesting performance condition*”<sup>106</sup>, ossia che l'attribuzione definitiva del bonus o delle azioni sia soggetta al verificarsi di una condizione riguardante il raggiungimento di determinati obiettivi economico-operativi (reddituali, di efficienza, strategici) o azionari; *c)* che il cinquanta per cento delle azioni oggetto della parte variabile della remunerazione sia assegnato dopo tre anni ed il restante dopo cinque anni.

Per quanto riguarda invece i “*short-term bonus*” (ad esempio, gli “*annual bonuses*”), che remunerano per i risultati ottenuti all'interno dell'anno, la proposta è che i relativi pagamenti, qualunque sia il premio da cui conseguano, vengano scaglionati su un periodo di almeno tre anni dal momento di riconoscimento del premio, con un pagamento nel primo anno di non più di un terzo del totale.

Appare scontato, si afferma, (R., *Annex 11*, p. 169) che, se accolte, queste proposte potrebbero in taluni casi provocare una spinta al rialzo del salario di

---

<sup>105</sup> La remunerazione è solitamente costruita nelle forme del “*share options plan*” o del “*performance share plan*”, che di recente è divenuta la forma più diffusa.

<sup>106</sup> Il “*vesting period*” è il termine iniziale per l'esercizio del diritto di opzione .

base. Spetterà al Comitato remunerazioni, si afferma, far sì che questo non avvenga in misura eccessiva, anche assegnandogli i necessari poteri.

Il risultato definitivo di queste riflessioni è quello contenuto nella *Recommendation* n. 33. *“Una diluizione nel tempo del pagamento degli incentivi previsti a favore degli amministratori esecutivi e dei dirigenti “high end” dovrebbe permettere di allinearli a risultati economici duraturi. Almeno metà della parte variabile della remunerazione annuale dovrebbe essere data nella forma di un piano a lungo termine legato alla realizzazione di taluni risultati, assegnando, in caso di raggiungimento del risultato, metà del premio non prima di tre anni e la restante metà dopo cinque anni. In caso di “misstatement” – ossia di false dichiarazioni - o di “misconduct” – ossia di negligenza - dovrebbe procedersi alla revoca ed al recupero delle somme erogate.*

Come si potrà agevolmente notare, rispetto alla prudenza utilizzata nell’elaborazione delle precedenti *Recommendations*, l’atteggiamento sulla materia dei compensi agli amministratori è sensibilmente diverso. Lo notiamo anche affrontando la successiva proposta, avente per proprio oggetto l’adozione di un sistema che spinga i vertici della società ad avere *“skin in the game”* - espressione gergale coniata da Warren Buffet per significare l’esigenza che i vertici di una società siano spinti a credere nella bontà del proprio operato attraverso l’obbligo di investire nella stessa -, nei termini indicati nella *Recommendation* n. 34: *“Ritenuto necessario che amministratori esecutivi e high end employees abbiano “skin in the game” per una somma di denaro – sotto forma di partecipazione azionaria o di trattenuta dei premi conseguiti - almeno uguale alla loro remunerazione attesa, si raccomanda che nelle maggiori banche (ma – a discrezione dei comitati remunerazioni – anche nelle altre istituzioni finanziarie) questi soggetti mantengano una partecipazione azionaria o si vedano trattenuta una parte dei premi di cui hanno diritto, in una misura in linea con la loro remunerazione totale su base storica o rispetto alle aspettative, da accumulare in un periodo a discrezione del Comitato per le remunerazioni.*

*L'assegnazione delle azioni non dovrebbe essere accelerata al momento della cessazione dalla carica o del rapporto di lavoro piuttosto che accelerata per motivi paternalistici.*

La *Recommendation* n. 35 vuol invece stimolare al dialogo, in materia, il Comitato remunerazioni e quello rischi sui meccanismi di aggiustamento per il rischio da applicarsi alle condizioni di performance: *“Il Comitato per le remunerazioni dovrebbe farsi consigliare dal Comitato rischi sugli aggiustamenti per il rischio da applicarsi agli obiettivi di performance inseriti nei piani di incentivazione. Nel caso che tra i due comitati vi siano differenti punti di vista, quali siano gli appropriati aggiustamenti da apportare dovrà essere compito del Presidente del Consiglio di amministrazione e dagli amministratori non esecutivi determinarlo”*.

### *3.6.3. Sul voto dell'assemblea sul rapporto predisposto dal Comitato per le remunerazioni e sulla remunerazione a favore degli amministratori non esecutivi*

Il *Review* si pone a questo punto il compito di capire come contemperare il fatto che il rapporto annuale presentato dal Comitato remunerazioni è soggetto ad una risoluzione assembleare che non ha valore vincolante ma solo consultivo - come tale, dunque, essa non obbliga il Consiglio a modificare i relativi accordi contrattuali o la più generale *policy* in materia di remunerazione - con l'esigenza di assicurare comunque la dovuta influenza dell'opinione assembleare sulle scelte, in materia di remunerazione, della società.

Una proposta viene formulata presentando la *Recommendation* n. 36: *“Se la deliberazione sul rapporto del Comitato remunerazioni ha ricevuto meno del 75% dei voti, sul rinnovo nella carica del Presidente di quel Comitato vi*

*dovrebbe essere, l'anno successivo, una votazione assembleare, indipendentemente dalla naturale scadenza del suo mandato*"<sup>107</sup>.

Quanto al compenso a favore del Presidente del Consiglio di amministrazione e degli amministratori non esecutivi, il *Review* riconosce anzitutto la gravosità dell'impegno richiesto al Presidente del Consiglio di amministrazione ( che definisce "*much closer to full-time than the half-time or lesser commitment*: R., p. 121, 7.43), ma – tanto più se verranno accolti il suggerimento di un loro maggiore coinvolgimento – anche di quello richiesto agli amministratori non esecutivi, in particolare di quelli chiamati a presiedere i comitati *audit*, remunerazione e rischio. Sul punto non vengono formulate raccomandazioni specifiche: ci si limita a sottolineare l'importanza e l'utilità che la sempre crescente professionalità e l'impegno richiesti vengano adeguatamente remunerati.

A questo punto il R. affila le armi contro la nascente prassi di riconoscere alle figure apicali della società il diritto di godere del livello massimo del trattamento pensionistico anche in caso di perdita anticipata del posto di lavoro. Ritenuto che le disposizioni in argomento emanate dal CA 2006, ed in particolare quelle incentrate sull'esigenza che queste forme di eccezionale riconoscimento economico siano approvate dagli azionisti, non siano affatto efficaci, il R. propone di rafforzare i doveri di *disclosure* anche su questo aspetto della questione della remunerazione, e formula la *Recommendation* n. 37: "*Il Comitato per le remunerazioni dovrebbe rendere noto se, e quali, amministratori esecutivi o "high end" employee abbiano il diritto o l'opportunità di ricevere, oltre a quelli già evidenziati nel rapporto sulle remunerazioni predisposto dal Consiglio di amministrazione, benefici supplementari - sia nel corso del rapporto di lavoro sia alla sua cessazione o in seguito ad altri eventi, quale il passaggio di mano del controllo; dovrebbe*

---

<sup>107</sup> Mentre scriviamo la stampa britannica da grande eco alla notizia della bocciatura, in sede di *general annual meeting*, del *remuneration report* degli amministratori di Grainger plc a causa della mancanza di dettagli chiari sulla buonuscita dell'ex CFO.

*altresì rendere noto se il Comitato ha esercitato durante l'anno il suo potere discrezionale di incrementare questi benefits, sia per la generalità sia per i singoli membri del gruppo”.*

Grande attenzione viene portata, infine, sull'operato dei “*Remuneration consultants*”, ossia quei professionisti chiamati ordinariamente dalle grandi società a fornire attività di consulenza alla società, e, per questa, in particolare al Comitato per le remunerazioni, fornendo analisi, informazioni, consigli riguardanti la struttura e la quantificazione delle remunerazioni per i dirigenti e gli amministratori. Spiega il *Review* (R., 123, 7.51) come recentemente siano cresciute le preoccupazioni in ordine alla professionalità, all'indipendenza, all'integrità morale di queste figure di professionisti.

Un gruppo di qualificati professionisti del ramo ha reagito alla montante preoccupazione verso la categoria proponendo un *Code of conduct* - allegato quale *Annex 12* al *Review* - le cui linee fondamentali il *Review* condivide, sostanziando la propria opinione conclusiva in argomento con la *Recommendation* n. 38/39, frutto della fusione delle due *Recommendations* che erano state formulate nel *Draft Report*: “*I “Remuneration consultants” dovrebbero costituirsi formalmente quale gruppo professionale, contemporaneamente prevedendo che: a) che il Code che regola la loro attività venga supervisionato e rivisto da fonti indipendenti; b) che il sito web della FRC pubblichi il Code ed indichi coloro che si sono impegnati ad applicarlo; c) che i comitati remunerazione usino il Code come base per determinare le condizioni contrattuali del loro rapporto con i consulenti che sceglieranno; d) e che nel rapporto annuale preparato dal Comitato per le remunerazioni vengano indicate la fonte della consulenza ricevuta e se quel consulente abbia altri rapporti di consulenza con la società”.*

#### **4 Conclusioni. L'impatto del Review sull'attuale sistema di corporate governance delle banche inglesi**

Le raccomandazioni formulate da Sir David Walker sono state accolte generalmente in modo positivo. Del resto, lo abbiamo capito leggendole, esse

non snaturano le caratteristiche essenziali del modello UK di *corporate governance*, limitandosi ad apportarvi modesti correttivi.

Un incondizionato plauso è giunto da FSA, Autorità interessata più di ogni altra al *Review* essendo il *regulator* cui spetta il compito di tenere aggiornato il *Combined Code*. FSA ha così manifestato l'intenzione di recepire tutte quelle raccomandazioni dell'*Walker Review*, ma solo quelle, che fossero dirette ad ogni società quotata, non solo alle banche: cosa comprensibile se si pensa che quel *Code* è *ius generalis*, non *specialis*. Entreranno, dunque, a fare parte del *Combined Code*, quali nuovi *principles*, le *Recommendations* relative: i) al ruolo del Presidente del Consiglio di amministrazione e degli amministratori non esecutivi; ii) quelle sulla composizione del *board*; iii) quelle sull'impegno richiesto agli amministratori e sulla responsabilità dell'intero consiglio per le scelte in materia di rischio. A seguito dell'introduzione definitiva di queste modifiche il *Combined Code* prenderà il nuovo nome di "*The UK Corporate Governance Code*" e la sua ultima versione si applicherà al periodo contabile che prenderà inizio il o dopo il 29 giugno 2010.

A tutto il mese di aprile del 2010 le *Recommendations* non hanno prodotto altre modifiche di norme giuridiche o di altri codici di comportamento. E' da attendersi, però, che buona parte delle proposte in tema di investitori istituzionali confluisca nello *Stewardship Code* e che FSA apra una consultazione in ordine ad i requisiti necessari per rivestire la carica di componente del consiglio di amministrazione.