



La Corporate Governance delle maggiori Società quotate italiane

Studio sull'Indice SP-MIB 40

Pubblicazione

Ufficio Studi AEI

a cura di Jacopo Schettini Gherardini

Bruxelles, 9 Marzo 2005

**Agenzia Europea di Investimenti
Standard Ethics
GEIE**

**Groupement Européen d'Intérêt
Economique
Bruxelles**

Introduzione

Questo studio ha la funzione di fotografare con semplicità e chiarezza lo stato della *Corporate Governance* delle maggiori Società quotate italiane appartenenti all'Indice SP-MIB40.

Il lavoro che è stato fatto non indugia in aspetti tecnici che possono facilmente essere utilizzati per mascherare pregi e difetti di una situazione aziendale, ma cerca, per quanto possibile, di mirare al punto centrale, alla realtà delle cose.

Lo scopo non è quello di fare una graduatoria, ma, in linea con la funzione della AEI, quello di diffondere le indicazioni internazionali ed istituzionali OCSE e UE ufficialmente approvate e codificate in documenti pubblici.

Si ringrazia lo Staff AEI ed in particolare Beatrice Gerini (responsabile per la parte valutativa) e Filippo Cecchi (responsabile della parte statistica).

Directeur Exécutif
Jacopo Gavazzoli Schettini
(*Schettini Gherardini dal 2007*)

Premessa

Il presente studio si ripropone di analizzare la *Corporate Governance* delle quaranta Società appartenenti all'indice della Borsa Italiana S&P/MIB 40 allo scopo di misurare il grado di corrispondenza che le loro politiche di governo hanno rispetto ai principi ed alle indicazioni provenienti dall'OCSE e dall'Unione Europea.

L'analisi (che s'inquadra nell'ambito dell'attività di studio condotta dall'Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics - AEI - per l'emissione dei "Rating" ai principali emittenti europei) si focalizza in questo caso su alcuni degli standard generalmente presi in esame dalla AEI, tralasciando l'esame d'altri aspetti della Responsabilità Sociale d'Impresa riferibili alle questioni socio-ambientali ed alla concorrenza.

Le principali fonti alle quali lo studio farà riferimento e che saranno alla base del modello utilizzato sono:

- *Le Linee Guida per le Imprese Multinazionali, OCSE.*
- *I Principi di Corporate Governance OCSE.*
- *La Comunicazione 284 del 2003: "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire" e la Comunicazione 347 del 2002: "Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile".*

In tutti i casi si tratta di documenti la cui adozione da parte dell'impresa è assolutamente ed espressamente **volontaria** poiché presuppone delle migliorie altrimenti non richieste dalle leggi, dai regolamenti o dai codici (anche di autodisciplina) che di fatto impongono l'adozione di schemi condivisi¹.

¹ Linee Guida delle imprese Multinazionali, OCSE, "I - Concetti e Principi": "esse enunciano principi e norme di buona pratica conformi alle leggi applicabili. Il rispetto delle Linee guida da parte delle imprese è volontario e non è obbligatorio".

Principi di Corporate Governance OCSE: "The Principles are intended to assist OECD and non-OECD governments in their efforts to evaluate and improve the legal, institutional and regulatory framework for corporate governance in their countries, and to provide guidance and suggestions for stock exchanges, investors, corporations, and other parties that have a role in the process of developing good corporate governance".

Cenni sulle indicazioni internazionali istituzionali

In linea con la funzione di diffondere i principi ONU, OCSE e UE sulla Responsabilità Sociale d'Impresa, AEI adotta il punto di vista di queste organizzazioni anche nell'ambito dei propri studi, quindi definisce la *Corporate Governance* come “il sistema mediante il quale le società sono dirette e controllate”² oppure - più ampiamente - “un insieme di relazioni tra i dirigenti di una società, il suo Consiglio di Amministrazione, i suoi azionisti ed altri interessati. Il governo societario rappresenta inoltre la struttura mediante la quale vengono fissati gli obiettivi della società e vengono determinati i mezzi per il conseguimento di tali obiettivi e per il controllo dei risultati”³.

I Principi di *Corporate Governance* dell'OCSE specificano che la *Corporate Governance* si fonda su cinque cardini:

- i diritti degli azionisti;
- l'equo trattamento dei soci;
- il ruolo dei portatori d'interessi nell'azienda;
- le responsabilità del Consiglio di Amministrazione;
- la trasparenza e la comunicazione⁴.

Gli stessi elementi vengono ripetutamente proposti, in vario ordine, dalla Commissione Europea⁵.

Anche all'interno dei dieci punti su cui si basano *Le linee guida per le imprese multinazionali* dell'OCSE, si nota che tre sono a buon titolo ascrivibili alla *Corporate Governance*: il II° (Principi Generali), il III° (Pubblicazioni di Informazioni), il IV (Lotta alla corruzione)⁶.

² Rapporto Cadbury, dicembre 1992.

³ Principi di Corporate Governance, OCSE (1999).

⁴ Principi di Corporate Governance, OCSE (versione aggiornata 2004).

⁵ Si veda ad esempio la Comunicazione Commissione delle Comunità Europee n. 284 del 2003: “Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire”.

⁶ I dieci punti delle Linee Guida OCSE sono: I. Concetti e principi; II. Principi generali; III. Pubblicazione di informazioni; IV. Occupazione e relazioni industriali; V. Ambiente VI. Lotta alla corruzione; VII. Interessi del consumatore; VIII. Scienza e tecnologia; IX. Concorrenza; X. Fiscalità.

In termini concreti, le regole che governano l'impresa possono essere riassunte dal semplice statuto, dalle deleghe agli Amministratori, dai regolamenti interni, dai codici di condotta, dai manuali operativi, perfino da semplici prassi codificate. Visto che il sistema azienda compete nel proprio mercato ma allo stesso tempo interagisce costantemente con le parti interessate (stakeholder) e gli intermediari, la *Governance* si arricchisce d'altre norme legate ad esempio alle associazioni di categoria, ai codici di autodisciplina (come quelli proposti da "Regulatory Bodies"), a standard di bilancio o qualità, a norme contrattuali o semplicemente regole nella comunicazione.

I principi e le indicazioni (non cogenti) dell'OCSE e della UE, che sono i parametri internazionalmente più riconosciuti, coprono sostanzialmente gran parte di questi aspetti, pertanto – scontato il rispetto delle leggi e dei regolamenti da parte delle Società appartenenti all'indice SP-MIB 40 – le differenze che emergeranno dalla presente ricerca saranno dovute alla concreta applicazione da parte delle Società dei principi OCSE e UE non – ancora – "normati"

Metodologia e indicatori

Lo studio si basa esclusivamente su dati pubblici, ovvero forniti dalle Società attraverso i loro punti informativi (soprattutto sul Web), oppure forniti dagli Organi di Vigilanza o dalle Borse Valori. Tale metodologia di acquisizione delle informazioni, applicata dalla AEI anche per la emissione dei propri Rating, riflette l'orientamento dell'OCSE dell'ONU e dell'Unione Europea, secondo i quali la trasparenza e una corretta e dettagliata informazione facilmente accessibile sono i fondamenti di tutto il sistema di *Corporate Governance*, nonché la prima tutela dei mercati finanziari regolamentati.

Il set di indicatori normalmente utilizzati da AEI per le proprie valutazioni sulla RSI sono stati in questo caso ridotti e semplificati, enucleando solo le variabili più indicative per l'analisi della *Corporate Governance*.⁷

In questo caso è stato utilizzato l'*Indice AEI sulla Corporate Governance* a quaranta (40) variabili. I campi d'indagine esaminati in questa ricerca sono otto (8), a loro volta singolarmente suddivisi in cinque (5) possibili variabili, per un totale di quaranta (40) variabili a comporre una griglia suddivisa in due aree:

la **gestione della proprietà** che riguarderà:

- ✓ il peso del mercato e l'equo trattamento dei soci;

la **gestione dell'amministrazione** che riguarderà:

- ✓ l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione, la trasparenza ed i controlli.

⁷ Alla luce del complesso delle indicazioni Istituzionali Internazionali dell'ONU, dell'OCSE e della UE, l'Agenzia utilizza normalmente un modello che prende in esame i documenti provenienti dalle sopra citate fonti, classificandoli verticalmente sulla base del peso attribuitogli dalle stesse organizzazioni, e orizzontalmente su tre macro-aree: esercizio della proprietà; esercizio dell'amministrazione; esercizio della concorrenza.

Nel caso delle emissioni di Rating AEI utilizzata anche cinque sotto-modelli relativi ad altrettanti grandi campi di valutazione dell'impresa quotata. I sotto modelli AEI per la emissione dei Rating sono:

- la gestione dei rapporti con i concorrenti (nell'interesse della libera e leale concorrenza);
- la gestione dei propri titoli, con o senza diritto di voto o di debito, (nell'interesse dei singoli azionisti ed obbligazionisti);
- la gestione dei rapporti con il mercato borsistico e gli investitori (nell'interesse del mercato);
- la gestione dei propri Amministratori, organi di vigilanza e staff dirigente (nell'interesse di un'operatività trasparente e libera da interessi conflittuali);
- la verifica della conformità dell'operatività aziendale dei propri investimenti – propri o per conto di terzi – alle indicazioni ONU, OCSE e UE in materia sociale, ambientale, e corporate governance (nell'interesse di uno sviluppo sostenibile).

In linea con i principi di *Governance* indicati dall'OCSE e dalla UE, l'assunto alla base della griglia è che si debba garantire il perseguimento dell'oggetto sociale da parte dell'amministrazione diminuendo i rischi di conflitti d'interesse, e garantendo la giusta percezione dei rischi d'impresa che l'investitore deve avere.

L'assunto si fonda quindi sulla necessità di limitare i rischi dovuti ad una gestione "interessata" dell'azienda, ovvero un'amministrazione che non sia orientata al perseguimento degli interessi sociali attraverso le determinazioni dell'Assemblea sociale. "Interessi" diversi da quelli societari, che presumibilmente possono essere quelli personali degli Amministratori o quelli di una sola parte degli azionisti (ovvero non approvati nelle sedi sociali all'uopo deputate).

Il punto centrale, in linea con l'OCSE e con la UE, è che "il governo societario è incentrato fundamentalmente sui problemi derivanti dalla separazione della proprietà e del controllo con particolare riferimento alla relazione mandante-mandatario che si stabilisce tra gli azionisti e gli Amministratori"⁸.

Pertanto, la struttura degli indicatori qui utilizzati ha la funzione di non soffermarsi su aspetti eccessivamente tecnici ma esaminare alla radice la situazione societaria basandosi su tre ipotesi di lavoro (in linea con i principi delle fonti):

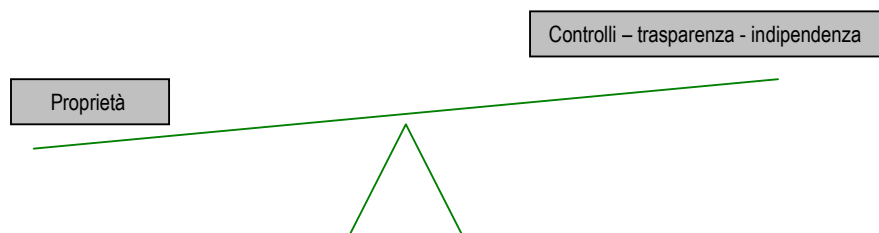
- 1) che, a parità di controlli e trasparenza, il rischio di una gestione "*interessata*" aumenti con l'aumentare della dipendenza degli Amministratori dalla proprietà;
- 2) che, a parità di controlli e trasparenza, il rischio di una dipendenza degli Amministratori dalla proprietà aumenti con l'aumentare della concentrazione azionaria in un unico o pochi soci (o gruppi omogenei di soci vincolati da accordi parasociali);
- 3) che, stante la struttura della proprietà e le caratteristiche degli Amministratori, il rischio di una gestione "*interessata*" aumenti al diminuire dei controlli e della trasparenza.

Premesse tali ipotesi, l'obiettivo dello studio è quello di schematizzare i caratteri della proprietà e dare una misura della sua eventuale concentrazione (prima area della griglia).

⁸ Comunicazione Commissione delle Comunità Europee n. 284 del 2003. Op. cit.

Secondariamente, fornire una chiave di lettura per verificare l'indipendenza degli Amministratori dalla proprietà ed il livello della struttura dei controlli (seconda area).

Essendo più complesso ed improbabile modificare l'assetto proprietario, la fotografia della struttura proprietaria avrebbe la funzione di fornire indicazioni circa l'impegno che sarebbe necessario sostenere dal lato dell'amministrazione per garantire l'autonomia e la trasparenza richiesta dall'OCSE e dalla UE.



Il concetto d'indipendenza degli Amministratori ed il caso italiano

Riguardo al concetto d'indipendenza degli Amministratori occorre subito sgombrare il campo da un equivoco.

Nell'ambito dei citati documenti OCSE e UE, è chiaro che l'indipendenza richiesta è quella dalla proprietà. In questi documenti si parte dal principio che gli azionisti debbano esercitare i diritti connessi alla loro proprietà in Assemblea o in apposite occasioni, mentre gli Amministratori, che non dovrebbero avere altre cointeressenze tali da entrare in conflitto con il proprio lavoro, dovrebbero perseguire in autonomia l'oggetto sociale e la strategia approvata dalla proprietà (nelle sedi sociali opportune).

Questione che AEI ripropone da tempo nei suoi studi sull'Italia⁹ o in altre pubblicazioni¹⁰, e che essendo stata ben chiarita in numerose sedi dalle principali organizzazioni internazionali, non occorre qui soffermarsi¹¹.

⁹ Il maggior rischio della gestione effettuata direttamente (o influenzata) dalla proprietà "deriverebbe dal conflitto d'interessi, difficilmente eliminabile, che caratterizza un Amministratore anche proprietario; un azionista che in sede assembleare - e quindi d'analisi della gestione ordinaria e della programmazione strategica - si trova a valutare il proprio stesso operato ed analizzare le proprie stesse proposte" e nominare perfino i suoi stessi controllori. "Il ruolo del proprietario e quello dell'Amministratore sono - nelle strutture complesse e quotate - intrinsecamente orientate a differenti interessi (...). Due universi paralleli ma divisi da leggi e forze anche opposte, la cui tentata fusione (anche attraverso l'uso dell'utile come forma principale di remunerazione) ha prodotto mostri come Enron, o, all'opposto, Parmalat. "

"NOTA ANNUALE" - MERCATO AZIONARIO ITALIANO & LA RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA - Rating AEI: Indice bancario, SP-MIB 40 e Segmento Star a confronto. Pubblicazione Ufficio Studi AEI - Bruxelles, 27 dicembre 2004.

¹⁰ "Apparentemente la proprietà e la gestione sono quasi sinonimi. Nella realtà possono essere realtà antitetiche e foci dei più rilevanti conflitti di interessi all'interno delle aziende. In ogni ordinamento occidentale, un'azienda, una volta costituitasi, è una struttura autonoma che vive per perseguire l'oggetto sociale e ottenere il massimo risultato. Questo dovrebbe essere il primo interesse degli Amministratori. Ma esiste un attore interno all'azienda, che potrebbe avere interessi divergenti rispetto a quelli dell'azienda e degli Amministratori e che sarebbe in grado di poter perseguire senza ostacoli una strada diversa: il proprietario (...), basti per esempio pensare alle dinastie e alla cessione del timone societario a un figlio senza che ve ne siano i presupposti o le capacità, mettendo a rischio la vita dell'azienda stessa o il lavoro dei suoi dipendenti, magari senza neppure possedere la metà del capitale sociale. Oppure al possesso di una banca e di un'industria contemporaneamente, e ipotizzare prestiti agevolati o senza garanzie dalla prima verso la seconda. Altrimenti, in generale, pensare alla quasi mancanza di controllo del proprio operato gestionale se l'azionista è lo stesso Amministratore." Senza contare che al problema dei conflitti di interesse si possono sommare limiti alla libera circolazione delle azioni societarie attraverso la presenza di patti di sindacato che appaiono non solo "ostacolo alla libera circolazione dei titoli che limitano il diritto di cedere o acquisire una partecipazione, a danno dei soci, soprattutto quelli di minoranza. Oppure indeboliscono gli organi sociali in favore di altri centri decisionali non regolati, non trasparenti"

Etica, Futuro e Finanza. L'esperienza dell'Agenzia Europea di Investimenti nella definizione di finanza etica e nella sua concreta applicazione. Ed. Il Sole 24 Ore, Milano 2002. J. e L. Gavazzoli Schettini (a cura di).

"Introduzione al Codice di Condotta dell'Agenzia Europea di Investimenti", pag. 11.

La posizione d'alcuni studiosi e consulenti (anche attivi nel mondo accademico) ha evidentemente influenzato parte del mondo aziendale e borsistico facendo passare il principio che l'indipendenza degli Amministratori debba essere intesa come indipendenza dalla Società che si trovano ad amministrare. In tal senso sembrerebbe andare anche il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana, almeno in alcune sue interpretazioni. Chiaramente non è la posizione delle organizzazioni internazionali che invece non richiedono l'indipendenza dalla Società ma dalla sua proprietà. E se ne intuiscono le ragioni in relazione ai problemi di conflitti d'interesse. Peraltro anche il codice italiano attribuisce un legame diretto ed organico tra la funzione di Amministratore e la Società che esso è chiamato a servire – e non potrebbe essere altrimenti.

Appare quindi chiaro il divario tra la posizione OCSE e UE a riguardo, e quell'assunta in taluni casi in Italia. A nostro avviso, concordemente all'orientamento internazionale, appare di difficile applicabilità il concetto d'indipendenza di un Amministratore dall'impresa che gli viene affidata dall'azionista. Appare perfino difficile comprendere l'utilità di una simile richiesta. A meno che non s'interpreti questa posizione in chiave ideologica: gli Amministratori indipendenti sono tali poiché non intrattengono relazioni (di peso) con la Società, ergo non hanno deleghe, ergo non contano. Conseguentemente, si dia pure per ineluttabile che l'Amministratore Esecutivo sia sempre e comunque "dipendente". Così, stante la sua cronica "dipendenza", si renderebbe del tutto inutile analizzare i suoi rapporti con la proprietà, i quali escono definitivamente dal dibattito sulla *Governance* aziendale, almeno nel caso degli Amministratori che contano. Ad essere maligni, si può sospettare vi sia l'intenzione di mettere una pietra sopra l'idea che per una Società quotata sia possibile avere un decisore indipendente, come richiede l'OCSE, la UE e la comunità finanziaria, e come in altre esperienze accade.

¹¹ Come scritto in precedenza: *"il governo societario è incentrato fundamentalmente sui problemi derivanti dalla separazione della proprietà e del controllo con particolare riferimento alla relazione mandante-mandatario che si stabilisce tra gli azionisti e gli Amministratori"*, per riferirsi ad uno testi ufficiali UE di più recente pubblicazione, la già citata: Comunicazione Commissione delle Comunità Europee n. 284 del 2003.

Probabilità d'errore, indicatori e fonti informative

L'Agenzia stima che il rischio d'errore per l'intero studio sia dell'1,25%.

Si stima che un (1) caso esaminato su quattro (4) possa avere due (2) variabili erroneamente valutate. Si stima pertanto un errore marginale di valutazione per un totale di venti (20) variabili sul milleseicento (1600) prese in considerazione.

Come specificato in precedenza, il modello di valutazione proposto si basa sull'*Indice AEI della Corporate Governance* (a 40 variabili) utilizzato allo scopo di esaminare i tratti centrali dell'assetto proprietario e le impostazioni in materia organizzativa che sono state adottate qualora la composizione azionaria fosse foriera di potenziali conflitti d'interesse. Il modello non si sofferma su tecnicismi che possono rendere meno esplicito il risultato.

Il modello, come scritto precedentemente, si basa su due (2) macro-aree:

- *gestione della Proprietà;*
- *gestione dell'amministrazione.*

Da quest'iniziale classificazione sono stati elaborati quattro (4) campi d'indagine per ciascuna macro-area. Otto (8) sono dunque i campi d'indagine e cinque (5) sono i possibili risultati sono stati assegnati per ogni campo d'indagine. Nel caso del campo d'indagine relativo agli *accordi parasociali* e quello riguardante la *struttura dei controlli*, non si è ottenuto un'efficace sintesi attraverso un unico indicatore ma si è reso necessario avere due sotto-variabili. Il totale delle variabili è quindi quaranta (40), includendo anche le sotto-variabili, le valutazioni possibili sono quarantaquattro (44).

Nel dettaglio, la *Gestione della proprietà* è suddivisa in:

- *peso del mercato (quota azionaria in mano al mercato);*¹²
- *accordi parasociali (patti di sindacato);*¹³
 - *percentuale del capitale sottoposta al patto;*
 - *tipologia ed oggetto del patto;*
- *peso del maggior azionista (o dei maggiori azionisti se in rapporto organico – es. sotto Patto si Sindacato);*¹⁴

¹² Fonte CONSOB.

¹³ Fonte CONSOB (su documentazione fornita dalle società quotate).

¹⁴ Fonte CONSOB.

- *tipologia del maggior azionista (o dei maggiori azionisti se in rapporto organico – es. sotto Patto si Sindacato);¹⁵*

Nel dettaglio, la Gestione dell'Amministrazione è suddivisa in:

- *grado d'indipendenza dei Consiglieri Esecutivi;¹⁶*
- *grado d'indipendenza del Consiglio di Amministrazione;¹⁷*
- *grado d'indipendenza e poteri della funzione di controllo;¹⁸*
 - *caratteristiche dei comitati e degli Organi di Controllo;*
 - *caratteristiche dei Codici di Condotta (o codici etici);*
- *struttura delle norme per la comunicazione e rendicontazione;¹⁹*

Di seguito e nel dettaglio le singole variabili, dove “**A**” è migliore di “**B**”, “**B**” è migliore di “**C**”, “**C**” è migliore di “**D**” e “**D**” è migliore di “**E**”.

➤ GESTIONE DELLA PROPRIETA'

- **Peso del mercato**²⁰ (sul capitale votante)
 - A. peso del mercato maggiore all'85%;
 - B. peso del mercato maggiore al 67%;
 - C. peso del mercato compreso tra il 50% e il 67%;
 - D. peso del mercato compreso tra il 33% e il 50%;
 - E. peso del mercato inferiore al 33%.
- **Accordi Parasociali**²¹
 - Percentuale del capitale votante sottoposta al patto:
 - A. assenza d'accordi parasociali;
 - B. esistenza di un accordo parasociale su meno del 33%;
 - C. esistenza di un accordo parasociale riguardante una percentuale compresa tra il 33% e il 50%;
 - D. esistenza di un accordo parasociale riguardante una percentuale compresa tra il 50% e il 67%;
 - E. esistenza di un accordo parasociale riguardante una percentuale maggiore al 67% del capitale votante;

¹⁵ Fonte CONSOB e Borsa Italiana.

¹⁶ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

¹⁷ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

¹⁸ Fonte: ultima relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

¹⁹ Rendicontazione e informazioni fornite in via ufficiale dalla società agli Organi di Vigilanza (e da questi pubblicizzati) o direttamente attraverso Siti Web delle Società stesse.

²⁰ La divisione del capitale è in terzi ed in quarti.

²¹ Circa la centralità dei patti di sindacato nel quadro della Corporate Governance non vi sono grandi dubbi, in ogni caso si può citare lo stesso preambolo dei Principi di Corporate Governance dell'OCSE: “*Corporate governance is affected by the relationships among participants in the governance system. Controlling shareholders, which may be individuals, family holdings, bloc alliances, or other corporations acting through a holding company or cross shareholdings, can significantly influence corporate behaviour.*”

- tipologia ed oggetto del patto:
 - A. assenza d'accordi parasociali nel quadro di una diffusa partecipazione azionaria sotto il 5% per singolo azionista e con un peso del mercato superiore all'85% del capitale votante;
 - B. assenza d'accordi parasociali con la presenza di una o più partecipazioni di riferimento pari o maggiori al 5% del capitale votante;
 - C. esistenza di un accordo parasociale che mira alla stabilizzazione della quotazione o nasce per prevedere consultazioni non vincolanti;
 - D. esistenza di un accordo parasociale che mira a regolare e vincolare i partecipanti ad un diritto d'opzione sulla compravendita delle azioni o prevede altri vincoli similari;
 - E. esistenza di un accordo parasociale che vincola i partecipanti a concordare preventivamente le posizioni inerenti materie assembleari.

- **Peso del maggiore Azionista** (sul capitale votante):
 - A. partecipazione del maggiore azionista inferiore al 5%;
 - B. partecipazione del maggior azionista inferiore al 33%;
 - C. il maggior azionista detiene una partecipazione compresa tra il 33% e 50%;
 - D. il maggior azionista detiene una partecipazione compresa tra il 50% e 67%;
 - E. il maggior azionista detiene una partecipazione superiore al 67%.

- **Caratteristiche del maggiore Azionista**
 - A. il maggior azionista è ininfluente (detiene una partecipazione inferiore al 5% del capitale votante);
 - B. il maggior azionista è un investitore istituzionale di lungo periodo;
 - C. il maggior azionista è un investitore con altre attività potenzialmente in conflitto;
 - D. il maggior azionista svolge attività diretta (ho ha altre partecipazioni rilevanti) nello stesso mercato;
 - E. il maggior azionista svolge attività diretta (ho ha altre partecipazioni rilevanti) nello stesso mercato, il quale è vincolato dallo Stato o è regolato da Concessioni Statali.

➤ GESTIONE DELL'AMMINISTRAZIONE

- **Grado d'indipendenza del Consigliere Esecutivo, o Consiglieri Esecutivi** (ovvero con deleghe operative, e solo su dati forniti pubblicamente)²²:
 - A. dai dati forniti pubblicamente emerge che il Consigliere non ha legami familiari con la proprietà; non detiene partecipazioni rilevanti nella Società; non cumula altri incarichi rilevanti all'interno delle strutture del Gruppo; non mostra altri significativi conflitti di interessi; è sottoposto ad un organo di controllo interno ed indipendente regolato da Codici di Condotta in linea con le indicazioni OCSE e UE;
 - B. il Consigliere non ha legami familiari con la proprietà; non detiene partecipazioni rilevanti nella Società; non cumula altri incarichi rilevanti all'interno delle strutture del Gruppo; non mostra altri significativi conflitti di interessi; ma pur essendoci norme codificate per il controllo del suo ufficio anche in relazione a conflitti d'interesse egli non risulta sottoposto ad un organo interno di vigilanza indipendente oppure che sia regolato secondo le indicazioni OCSE e UE;
 - C. il Consigliere non ha legami familiari con la proprietà; non detiene partecipazioni rilevanti; non mostra altri significativi conflitti di interessi; non ha cumulo incarichi rilevanti all'interno delle strutture del Gruppo, ma non risultano dettagliate

²² Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

informazioni su di esso o/e limitazioni all'esercizio del suo ufficio in relazione ai conflitti d'interesse e/o forme di controllo codificate; **o alternativamente**, il Consigliere pur avendo legami familiari con la proprietà o partecipazioni rilevanti è sottoposto ad un apposito Codice di Condotta regolante il suo ufficio secondo le indicazioni OCSE e UE, vigilato da un organo indipendente di controllo interno;

- D. il Consigliere non ha legami familiari con la proprietà; non mostra altri significativi conflitti di interessi; non ha partecipazioni rilevanti nella Società ma cumula altri incarichi rilevanti all'interno delle strutture del Gruppo e/o non risultano dettagliate informazioni su di esso e/o non risultano particolari limitazioni all'esercizio del suo ufficio in relazione ai conflitti di interesse e/o non risultano forme specifiche di controllo codificate; **o alternativamente**, il Consigliere pur avendo legami familiari con la proprietà o partecipazioni rilevanti è sottoposto ad un apposito Codice di Condotta regolante il suo ufficio secondo specifiche norme codificate in relazioni ai potenziali conflitti di interesse - diverse dalle indicazioni OCSE e UE – e vigilate da un organo indipendente di controllo interno;
- E. il Consigliere ha legami familiari con la proprietà o detiene partecipazioni rilevanti, senza che risultino particolari limitazioni o forme specifiche di controllo codificate.

• **Grado di indipendenza del Consiglio di Amministrazione** (dati pubblici)²³:

- A. dai dati forniti pubblicamente emerge che la maggioranza dei Consiglieri non è Esecutiva; non ha legami familiari con la proprietà; non detiene partecipazioni rilevanti nella Società; non cumula altri incarichi rilevanti all'interno del Gruppo; non mostra altri significativi conflitti di interessi; è sottoposta ad un organo di controllo indipendente regolato da Codici di Condotta in linea con le indicazioni OCSE e UE;
- B. la maggioranza dei Consiglieri non è Esecutiva; non ha legami familiari con la proprietà; non detiene partecipazioni rilevanti nella Società; non cumula altri incarichi rilevanti nel Gruppo; non mostra altri significativi conflitti di interessi; ma pur essendoci norme codificate per il controllo del loro ufficio, anche in relazione a conflitti d'interesse, essi non risultano sottoposti ad un organo interno di vigilanza indipendente oppure che sia regolato secondo indicazioni OCSE e UE;
- C. la maggioranza dei Consiglieri è indipendente ai sensi del Codice di Autodisciplina; non cumula altri incarichi rilevanti all'interno del Gruppo ma non risultano dettagliate informazioni su di essi o/e non risultano limitazioni all'esercizio del loro ufficio in relazione ai conflitti di interesse e/o forme di vigilanza o controllo interne ed indipendenti; i Consiglieri non Esecutivi con legami familiari con la proprietà o partecipazioni rilevanti possono essere inclusi tra quelli indipendenti se sottoposti ad un apposito e specifico Codice di Condotta regolante i loro ufficio secondo le indicazioni OCSE e UE, e vigilato da un organo indipendente di controllo interno;
- D. la maggioranza dei Consiglieri è indipendente ai sensi del Codice di Autodisciplina ma cumula altri incarichi rilevanti all'interno del Gruppo e/o non risultano dettagliate informazioni su di essi o/e non risultano limitazioni all'esercizio del loro ufficio in relazione ai conflitti di interesse e/o forme di vigilanza o controllo interne ed indipendenti; i Consiglieri non Esecutivi con legami familiari con la proprietà o partecipazioni rilevanti possono essere inclusi tra quelli indipendenti se sottoposti ad un apposito e specifico Codice di Condotta regolante i loro ufficio secondo le indicazioni codificate ed inerenti i loro specifici conflitti di interesse seppure diverse dalle indicazioni OCSE e UE, purché vigilato da un organo indipendente di controllo interno;
- E. La maggioranza dei Consiglieri non è indipendente (ai sensi del Codice di Autodisciplina) o ha legami familiari con la proprietà o detiene partecipazioni

²³ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

rilevanti, senza che risultino particolari limitazioni o forme specifiche di controllo codificate.

- **Grado di indipendenza e poteri della funzione di controllo** (interna)²⁴ :
 - Caratteristiche dei comitati e degli Organi di Controllo (non richiesti dalle norme di legge):
 - A. è presente un Ufficio Compliance interno per verificare l'applicazione delle norme interne da parte del Consiglio di Amministrazione, da parte dei Sindaci Revisori e Comitati interni; i Comitati interni e di controllo sono composti solo da Consiglieri non Esecutivi ed indipendenti (secondo il caso al punto A relativamente all'indipendenza degli Amministratori);
 - B. è assente un Ufficio Compliance interno per la verifica dell'applicazione delle norme interne da parte del Consiglio di Amministrazione, da parte dei Sindaci Revisori e Comitati interni; ma i Comitati interni e di controllo sono composti solo da Consiglieri non Esecutivi ed indipendenti (secondo il caso al punto A relativamente all'indipendenza degli Amministratori);
 - C. è assente un Ufficio Compliance interno ma sono attivi tutti i Comitati interni e di controllo normalmente presenti, i quali sono appositamente regolati e composti anche da Amministratori indipendenti ai sensi del Codice di Autodisciplina;
 - D. è assente un Ufficio Compliance ed i Comitati interni e di controllo non sono soggetti a specifica regolamentazione o sono solo parzialmente presenti;
 - E. è assente un Ufficio Compliance e sono inattivi i Comitati interni e di controllo.
 - Caratteristiche dei Codici di Condotta o Codici etici (non richiesti dalle norme di legge):
 - A. presenza di un Codice di Condotta; vincolante per gli Amministratori; redatto nel rispetto delle indicazioni ONU, OCSE e UE in materia di *Corporate Governance* (e nel quadro della Responsabilità Sociale d'Impresa); costantemente aggiornato e vigilato da un Ufficio di Compliance indipendente e vigilante sull'intera struttura a partire dal Consiglio di Amministrazione ed in grado di relazionarsi – in caso di violazione – anche con il corpo sociale;
 - B. presenza di un Codice di Condotta; vincolante per gli Amministratori; redatto nel rispetto di altre indicazioni diverse da quelle ONU, OCSE e UE in materia di *Corporate Governance* (e nel quadro delle Responsabilità Sociale d'Impresa) ma chiaramente ed organicamente pubblicizzate; costantemente aggiornato e vigilato da un Ufficio di Compliance indipendente e vigilante sull'intera struttura a partire dal Consiglio di Amministrazione ed in grado di relazionarsi – in caso di violazione – anche con il corpo sociale;
 - C. presenza di un Codice di Condotta vincolante per gli Amministratori ma eccessivamente generico e redatto al di fuori di un quadro di riferimento riscontrabile oppure non vigilato da un Ufficio di Compliance indipendente con poteri di indagine sugli Amministratori;

²⁴ Si ricorda, tra le numerose indicazioni, anche quelle previste dalla Commissione nella citata Comunicazione 347 del 2002: *“Secondo la Commissione, i codici di condotta dovrebbero: basarsi sulle convenzioni fondamentali dell'OIL e sugli orientamenti dell'OCSE per le imprese multinazionali, in quanto norme minime comuni di riferimento; includere meccanismi appropriati in vista della loro valutazione e del controllo della loro attuazione, nonché un sistema di conformità; associare alla loro elaborazione e applicazione e al loro monitoraggio le parti sociali ed altre parti interessate, anche nei paesi in via di sviluppo, assicurare la diffusione delle buone pratiche delle imprese europee.”*

Si possono aggiungere anche le questioni poste dalla citata Comunicazione 284 del 2003, in riferimento al principio *“comply or explain”*, *“che impone di giustificare debitamente i comportamenti che si discostano dalle norme fissate”*, oppure le questioni inerenti il cumulo d'incarichi (*“interlocking directorship”*) che *“incide sull'indipendenza degli Amministratori”*.

- D. presenza di un Codice di Condotta non vincolante per gli Amministratori;
- E. assenza di un Codice di Condotta o presenza di un Codice non vincolante per gli Amministratori e da essi stessi direttamente vigilato.

• **Norme per la comunicazione e la rendicontazione** (rese pubbliche)²⁵ :

- A. sono presenti appositi documenti (resi pubblici) che disciplinano ed impegnano la rendicontazione almeno trimestrale circa il cumulo di incarichi; i conflitti di interesse; i legami familiari; eventuali conflitti di interesse in corso; i maggiori rischi aziendali prevedibili; le retribuzioni e deleghe degli Amministratori e alti dirigenti; secondo le indicazioni volontarie ONU; OCSE e UE in materia;
- B. sono presenti appositi documenti pubblici che disciplinano ed impegnano la rendicontazione almeno annuale (o in sede di bilancio) circa il cumulo di incarichi; i conflitti di interesse; i legami familiari; eventuali conflitti di interesse in corso; i maggiori rischi aziendali prevedibili; le retribuzioni e deleghe degli Amministratori e alti dirigenti; secondo le indicazioni volontarie ONU; OCSE e UE in materia;
- C. sono presenti appositi documenti pubblici che disciplinano ed impegnano la rendicontazione circa il cumulo di incarichi; i conflitti di interesse; i legami familiari; eventuali conflitti di interesse in corso; i maggiori rischi aziendali prevedibili; le retribuzioni e deleghe degli Amministratori e alti dirigenti; secondo indicazioni volontarie diverse a quelle ONU; OCSE e UE in materia;
- D. sono presenti appositi documenti pubblici che disciplinano ed impegnano la rendicontazione almeno annuale (o in sede di bilancio) circa il cumulo di incarichi; i conflitti di interesse; i legami familiari; eventuali conflitti di interesse in corso; i maggiori rischi aziendali prevedibili; le retribuzioni e deleghe degli Amministratori e alti dirigenti, ma non standard, codificati e regolati .
- E. non sono presenti appositi documenti pubblici che disciplinano ed impegnano la rendicontazione almeno annuale (o in sede di bilancio) circa il cumulo di incarichi; i conflitti di interesse; i legami familiari; eventuali conflitti di interesse in corso; i maggiori rischi aziendali prevedibili; le retribuzioni e deleghe degli Amministratori e alti dirigenti.

Il risultato finale delle singole valutazioni viene in fine calcolato in quarantesimi.

²⁵ Riguardo alla rendicontazione, oltre ai documenti OCSE, si rimanda a varie comunicazione UE, tra cui la citata 347 del 2002 in riferimento al "triplice approccio" nella rendicontazione annuale, oppure alla citata 284 del 2003, in riferimento al principio "comply or explain", "che impone di giustificare debitamente i comportamenti che si discostano dalle norme fissate", oppure le questioni inerenti la rendicontazione sul cumulo d'incarichi ("interlocking directorship") che incide sull'indipendenza degli Amministratori.

Risultati – Tabella riassuntiva (e confronto con i Rating AEI anno 2004)

S&P – MIB 40	VALORE FINALE In 40esimi	Media in 20esimi	Media 20esimi	RATING ETICO AEI (con spetti socio-ambien- tali e sulla concorrenza *)
		TOTALE PROPRIETA'	TOTALE AMM.ZIONE	
Alleanza Assicurazioni	19,5	10,5	9	E-
Assicurazioni Generali	25,5	15,5	10	E+
Autogrill	22,5	12,5	10	E
Autostrade	20	11,5	8,5	E
Banca Antonveneta	21	12,5	8,5	EE-
Banca Fideuram	17	8,5	8,5	E
Banca Intesa	19	11	8	E
Banca Monte dei Paschi di Siena	23,5	12,5	11	EE-
Banca Nazionale del Lavoro	20,5	10,5	10	E
Banca Popolare di Milano	32	18	14	EE
Banche Popolari Unite	28,5	18,5	10	EE
Banco Popolare di Verona e Novara	30	20	10	EE+
Bulgari	15,5	7,5	8	E+
Capitalia	20,5	11,5	9	E
Edison	16	7,5	8,5	E
Enel	28	15,5	12,5	EE-
ENI	31	15,5	15,5	EEE-
Fastweb	21,5	13,5	8	E+
FIAT	23	13,5	9,5	E+
Finmeccanica	28	16,5	11,5	sospeso
Gruppo Editoriale L'Espresso	20	11,5	8,5	E+
Italcementi	19,5	11,5	8	E
Luxottica	17	9,5	7,5	EE-
Mediaset	19	11,5	7,5	E-
Mediobanca	20	11,5	8,5	E
Mediolanum	16	8,5	7,5	E-
Mondadori (Arnoldo) Editore	21,5	11,5	10	E+
Pirelli & C.	20	12	8	E
RAS	20,5	10,5	10	E
RCS MediaGroup	19	10,5	8,5	E+
Saipem	27	14,5	12,5	EE+
San Paolo-IMI	24,5	14,5	10	E+
Seat Pagine Gialle	21,5	12	9,5	E
Snam Rete Gas	23,5	12,5	11	EE
ST Microelectronics NV	25	12,5	12,5	sospeso
Telecom Italia Mobile	12,5	4,5	8	E
Telecom Italia	22	14	8	E
Terna	23,5	14,5	9	E
Tiscali	22,5	15	7,5	EE-
UniCredito Italiano	25,5	15,5	10	EE-

Tabella riassuntiva in ordine decrescente (e confronto con i Rating AEI anno 2004)

S&P/MIB	VALORE FINALE	RATING ETICO AEI (con questioni socio-ambientali e concorrenza)
Banca Popolare di Milano Scrl	32	EE
ENI SpA	31	EEE-
Banco Popolare di Verona e Novara	30	EE+
Banche Popolari Unite Scrl	28,5	EE
Enel SpA	28	EE-
Finmeccanica SpA	28	sospeso
Saipem SPA	27	EE+
Assicurazioni Generali SpA	25,5	E+
UniCredito Italiano SpA	25,5	EE-
ST Microelectronics NV (Italy)	25	sospeso
San Paolo-IMI SpA	24,5	E+
Banca Monte dei Paschi di Siena SpA	23,5	EE-
Snam Rete Gas	23,5	EE
Terna SPA	23,5	E
FIAT Spa	23	E+
Autogrill SpA	22,5	E
Tiscali Spa	22,5	EE-
Telecom Italia SPA	22	E
Fastweb	21,5	E+
Mondadori (Arnoldo) Editore SpA	21,5	E+
Seat Pagine Gialle SPA	21,5	E
Banca Antonveneta	21	EE-
Banca Nazionale del Lavoro	20,5	E
Capitalia SpA	20,5	E
RAS	20,5	E
Autostrade SpA	20	E
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	20	E+
Mediobanca SpA	20	E
Pirelli & C. SPA	20	E
Alleanza Assicurazioni	19,5	E-
Italcementi SpA	19,5	E
Banca Intesa Spa	19	E
Mediaset SpA	19	E-
RCS MediaGroup SPA	19	E+
Banca Fideuram SpA	17	E
Luxottica SPA	17	EE-
Edison SPA	16	E
Mediolanum SpA	16	E-
Bulgari SpA	15,5	E+
Telecom Italia Mobile SpA	12,5	E

Risultati finale e singoli casi (indice AEI sulla Corporate Governance - in quarantesimi).

Il valore medio delle Società analizzate è di 22.

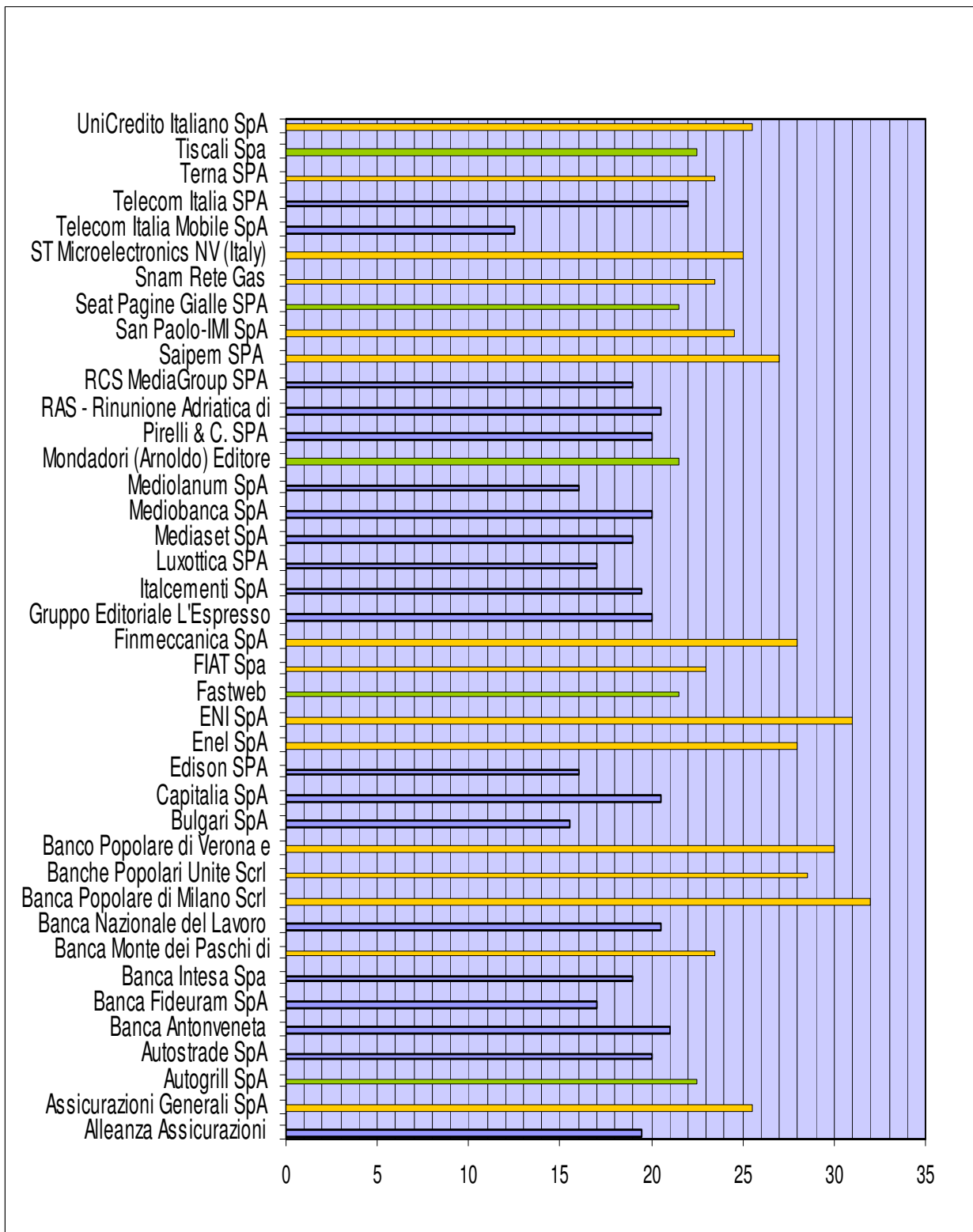
Di cui 15 Società sopra la media, 19 sotto la media e 6 nella media (ovvero tra 21,5 e 22,5).

La scomposizione delle due aree indica un valore medio per la *proprietà* di 12,5 ventesimi (12,5 / 20) mentre per *l'amministrazione* (indipendenza e controlli) di 9,5 ventesimi (9,5 / 20).

Mediamente, il valore della *proprietà* (12,5 / 20) è superato da 16 Società, 19 sono sotto, 5 in media.

L'amministrazione (indipendenza e controlli) vede solo 8 Società sopra la media di 9,5 / 20, mentre 18 sono quelle sotto e 14 quelle in media (tra 9 e 10 / 20).

Di seguito l'istogramma dei risultati, quindi l'esame dei singoli casi ed in fine le conclusioni.



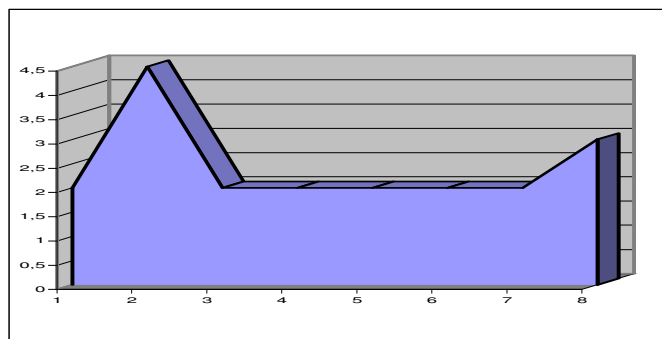
(In **giallo** i casi sopra la media. Sono giudicati nella media i valori compresi tra 21,5 e 22,5, segnati in **verde**)

Singoli Casi

Alleanza Assicurazioni: 19,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	D

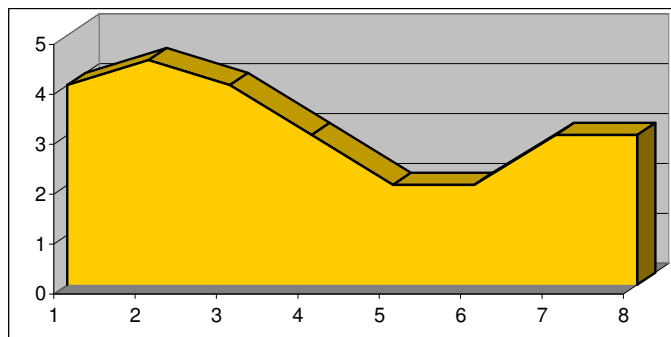
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CE	C



Assicurazioni Generali: 25,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
B	BC	B	C

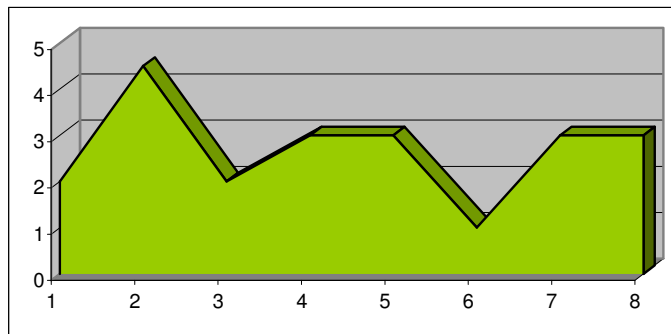
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



Autogrill: 22,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
B	BC	B	C

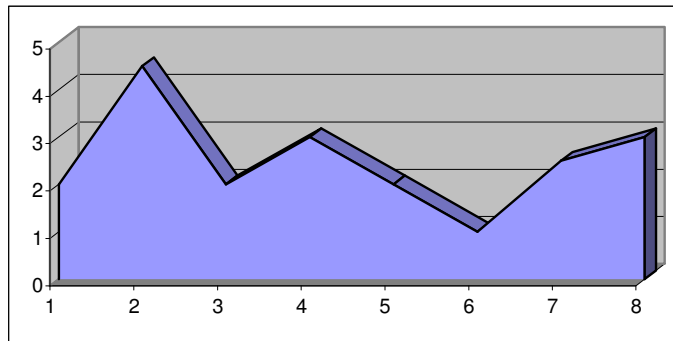
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	E	CC	C



Autostrade: 20

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	C

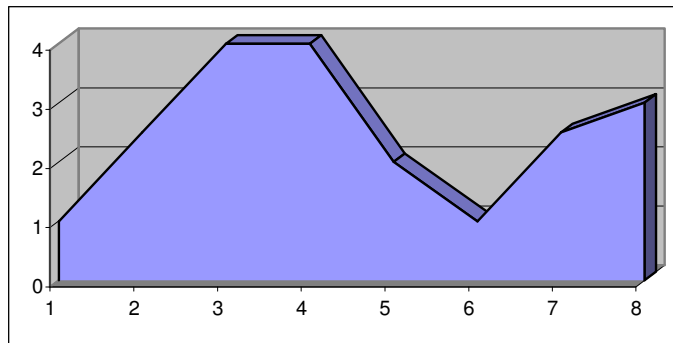
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Banca Antonveneta: 21

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	BE	B	B

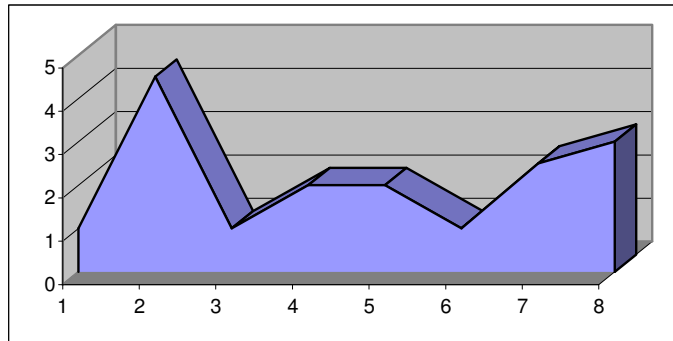
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Banca Fideuram: 17

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	AB	E	D

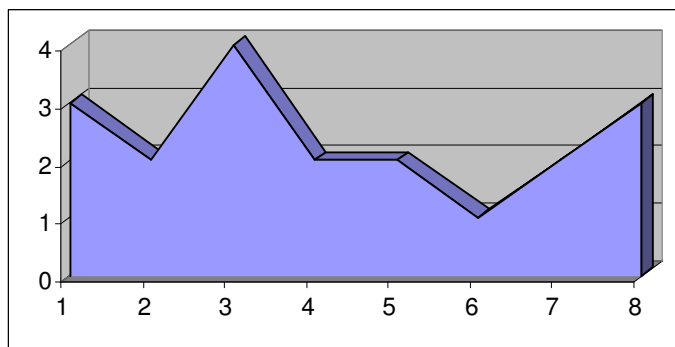
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Banca Intesa:19

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	CE	B	D

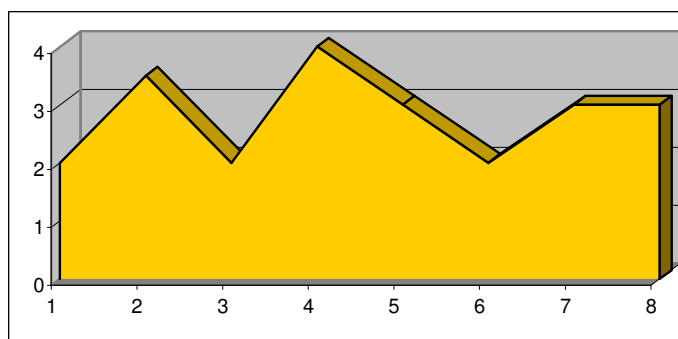
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	EC	C



Banca Monte dei Paschi di Siena: 23,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	BC	C	B

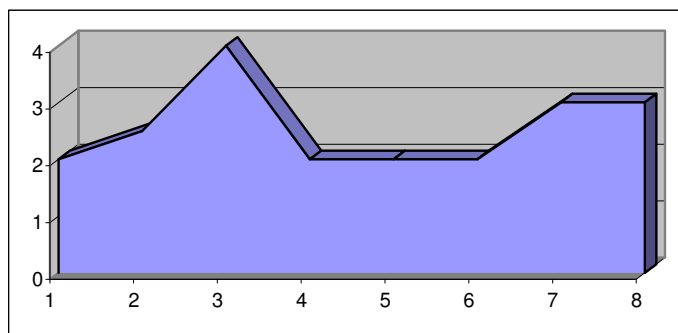
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	D	CC	C



Banca Nazionale del Lavoro: 20,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	BE	B	D

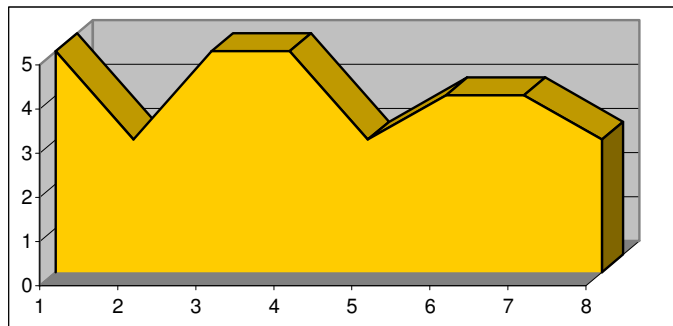
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	c



Banca Popolare di Milano: 32

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
A	AE	A	A

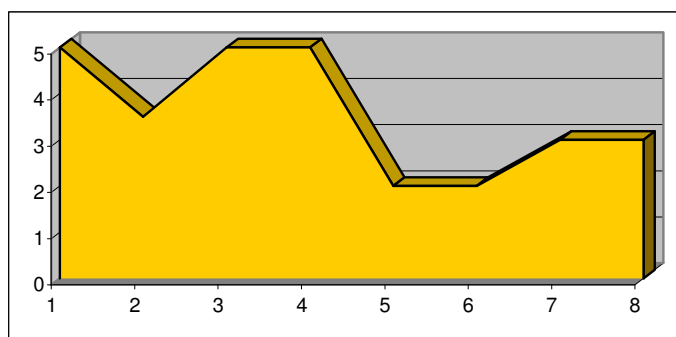
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	B	AC	C



Banche Popolari Unite: 28,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
A	BC	A	A

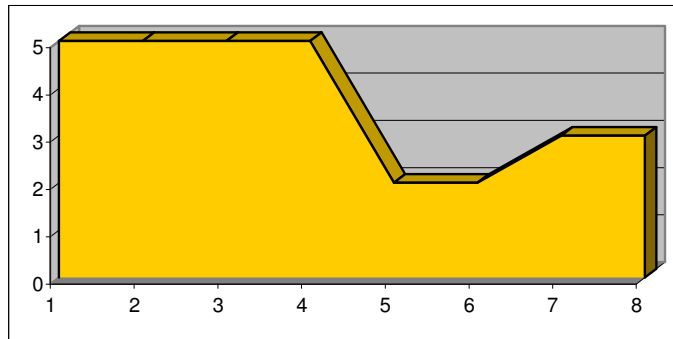
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



Banco Popolare di Verona e Novara: 30

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
A	AA	A	A

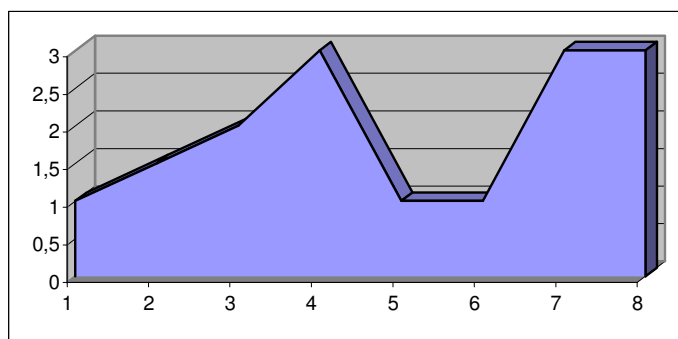
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



Bulgari: 15,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	DE	D	C

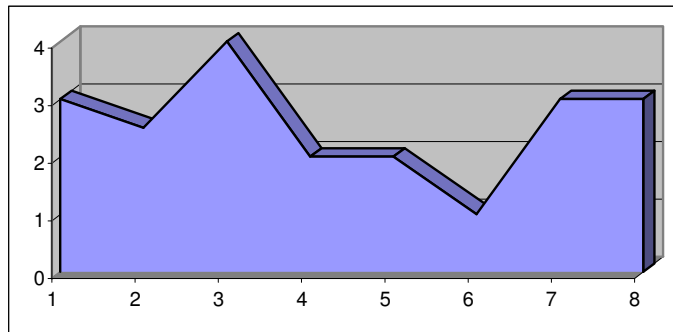
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	CC	C



Capitalia: 20,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	BE	B	D

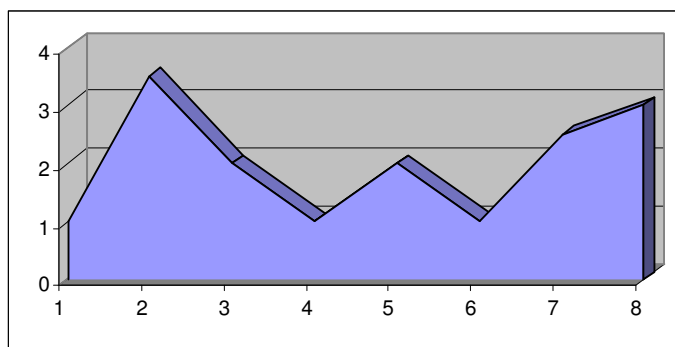
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	CC	C



Edison: 16

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	BC	D	E

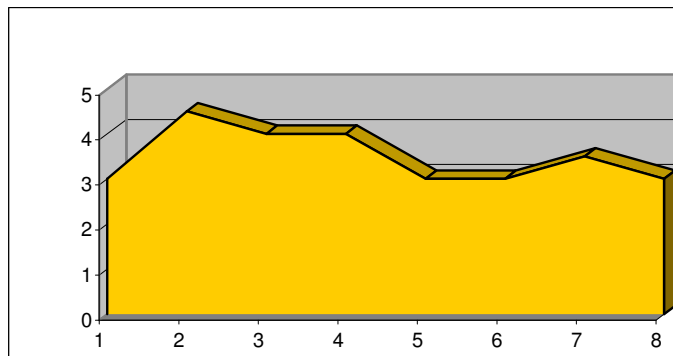
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Enel: 28

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	AB	B	B

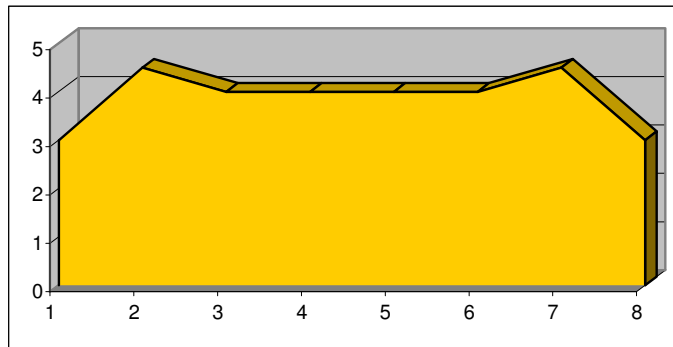
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	C	BC	C



ENI: 31

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	AB	B	B

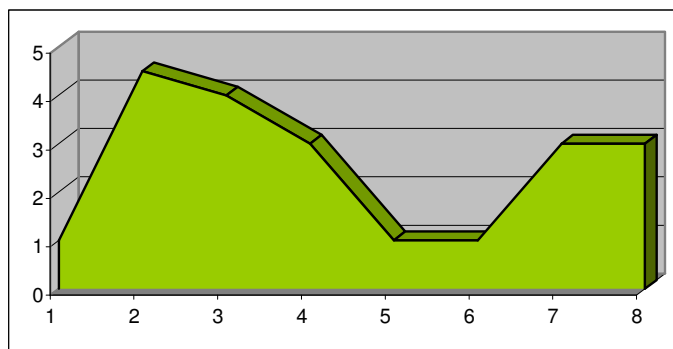
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
B	B	BA	C



Fastweb: 21,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	B	C

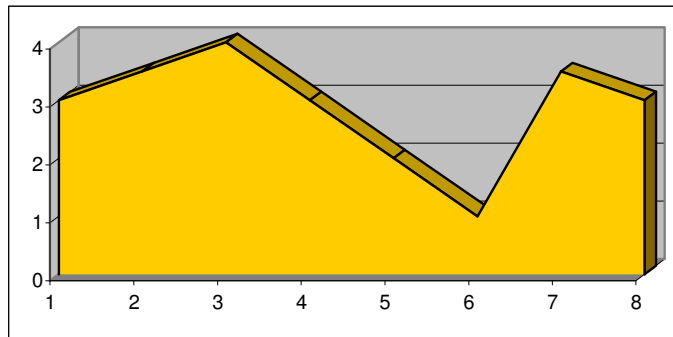
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	CC	C



FIAT: 23

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	BC	B	C

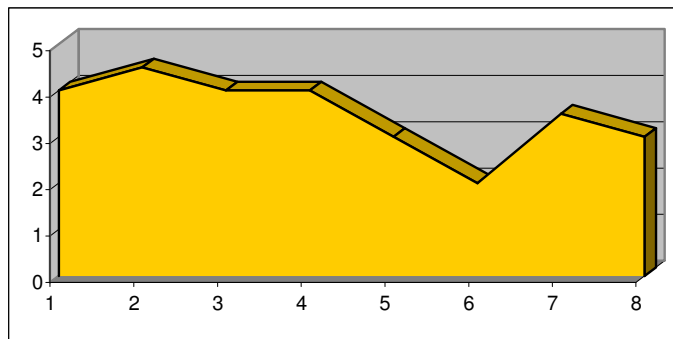
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	CB	C



Finmeccanica: 28

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
B	AB	B	B

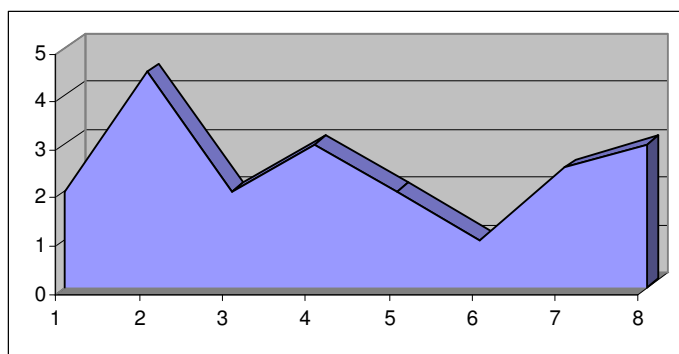
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	C	CB	C



Gruppo Editoriale L'Espresso: 20

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	C

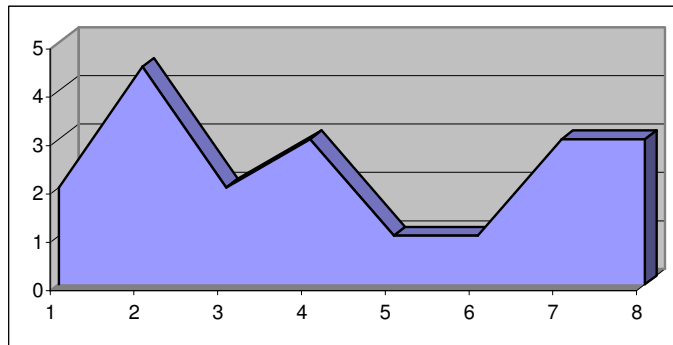
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Italcementi: 19,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	C

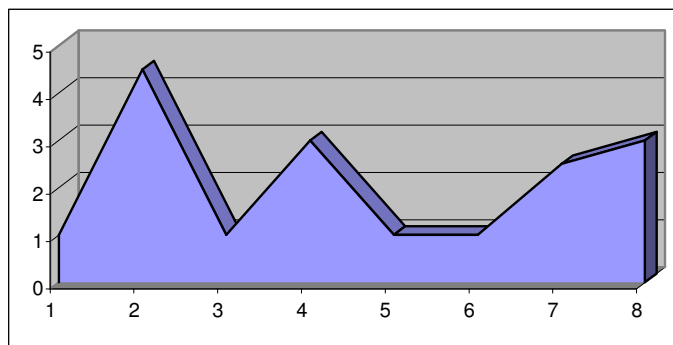
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	CC	C



Luxottica: 17

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	AB	E	C

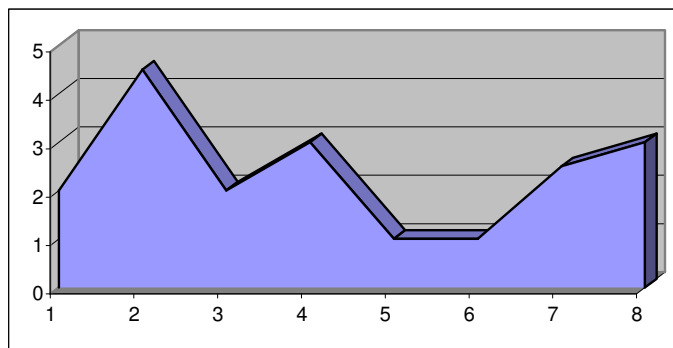
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	DC	C



Mediaset: 19

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	C

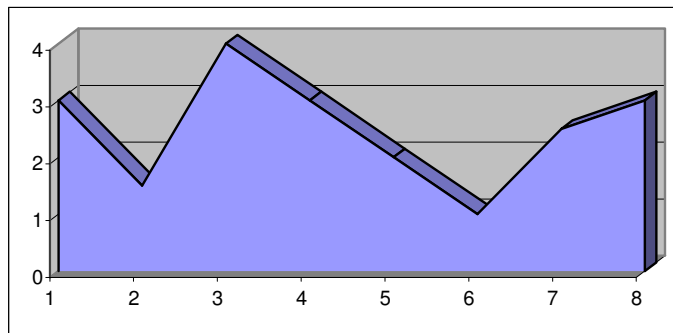
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	DC	C



Mediobanca: 20

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	DE	B	C

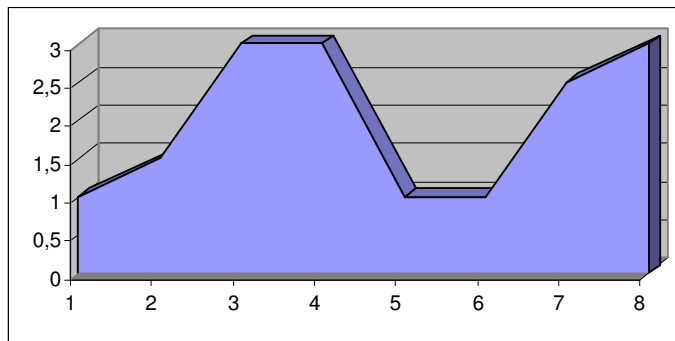
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Mediolanum: 16

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	DE	C	C

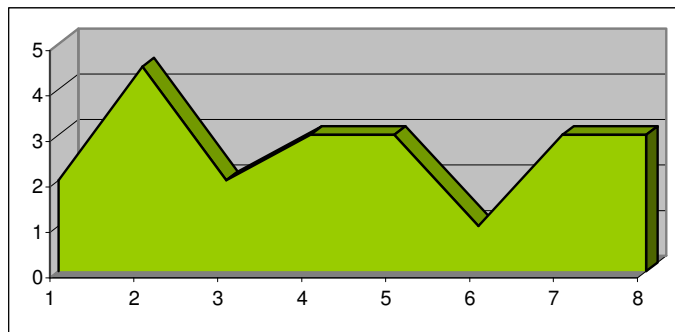
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	DC	C



Mondatori: 21,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	C

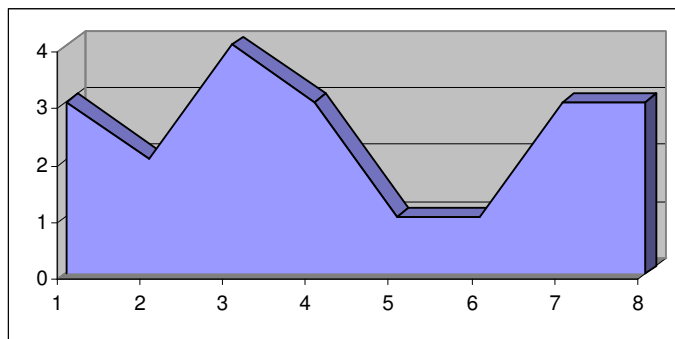
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	CC	C



Pirelli & C. : 20

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	CE	B	C

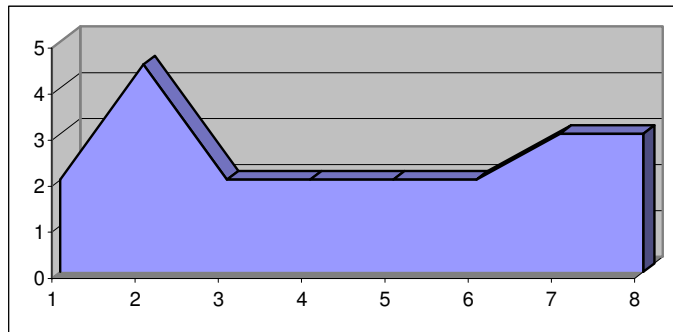
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	CC	C



RAS: 20,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	D

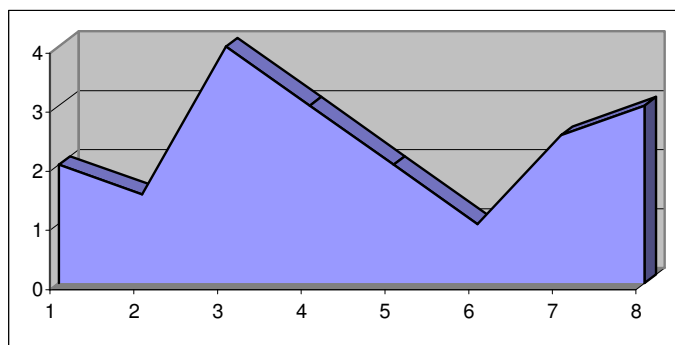
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



RCS MediaGroup: 19

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	DE	B	C

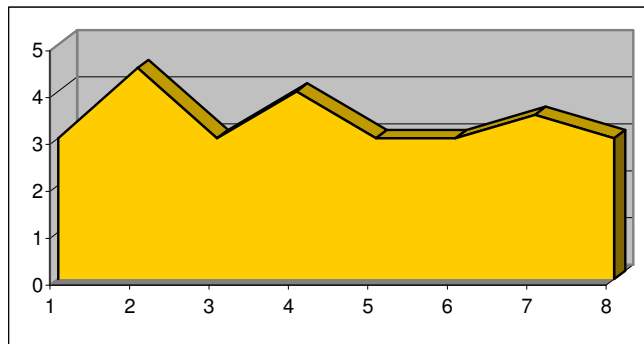
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	DC	C



Saipem: 27

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	AB	C	B

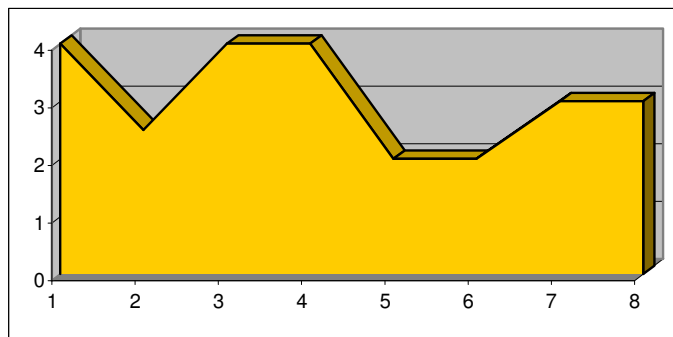
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	C	DA	C



San Paolo-IMI: 24,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
B	BE	B	B

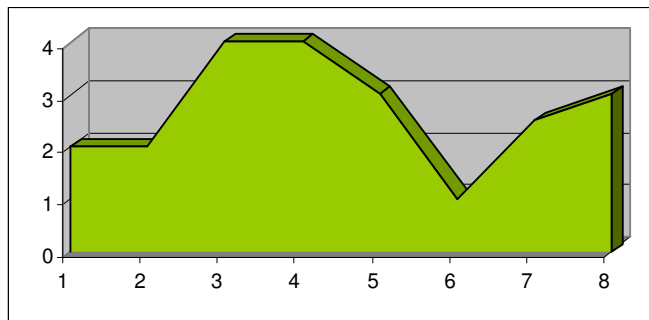
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



Seat Pagine Gialle: 21,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	CE	B*	B

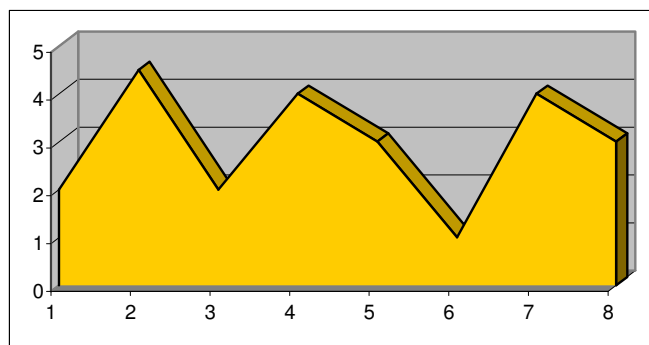
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	E	DC	C



Snam Rete Gas: 23,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
D	AB	D	B

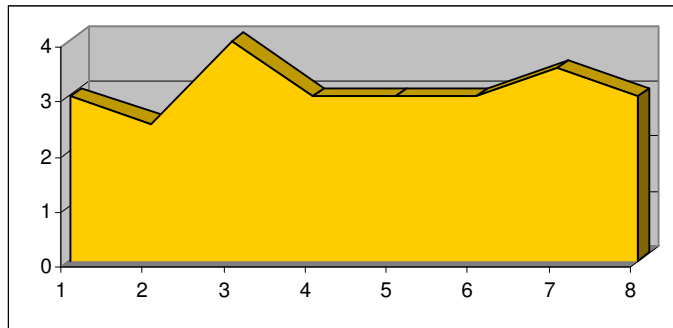
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	E	CA	C



ST Microelectronics NV: 25

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	CC	B	C

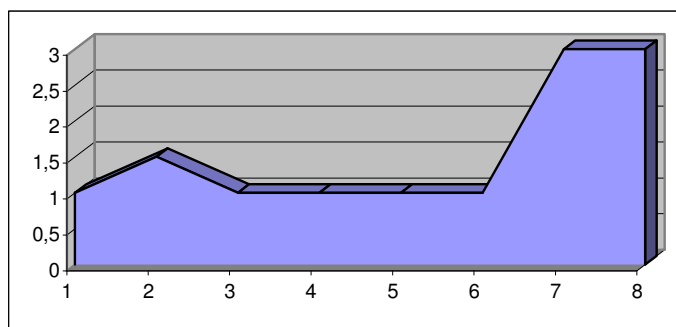
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
C	C	BC	C



Telecom Italia Mobile: 12,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
E	DE	E	E

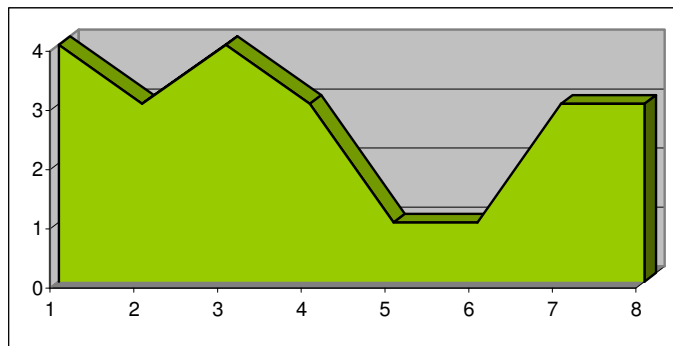
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	CC	C



Telecom Italia: 22

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
B	BD	B	C

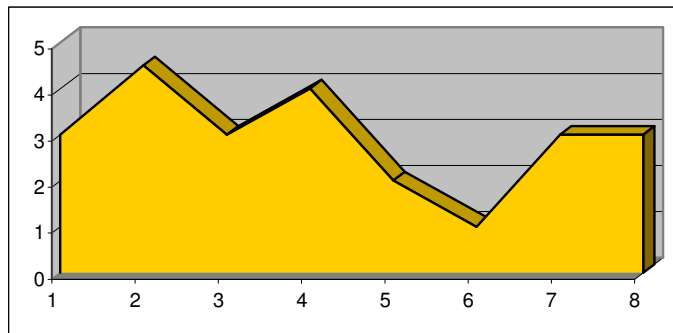
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE



Terna: 23,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	AB	C	B

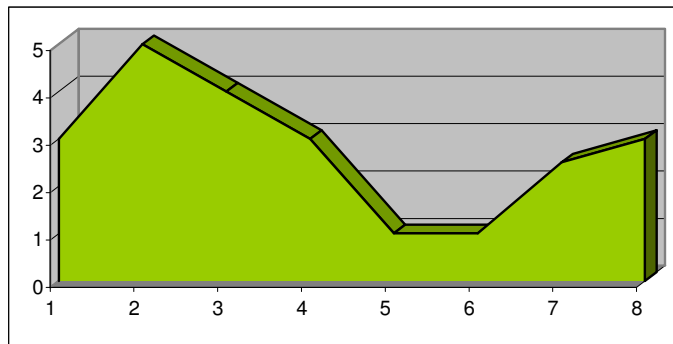
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	E	CC	C



Tiscali: 22,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	A	B	C

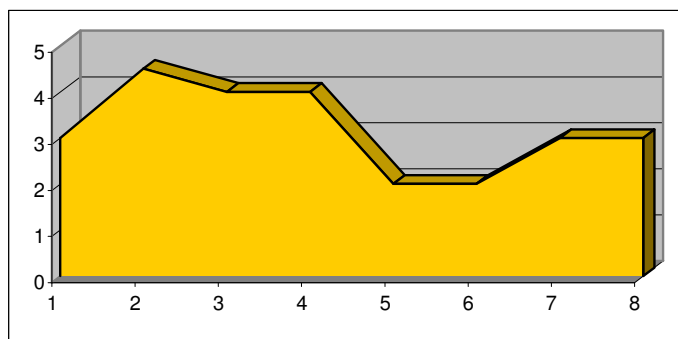
AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
E	E	DC	C



UniCredito Italiano: 25,5

PROPRIETA'			
PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	CARATTERISTICHE DEL MAGGIORE AZIONISTA
C	AB	B	B

AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO			
GRADO DI INDIPENDENZA DEI CONSIGLIERI ESECUTIVI	GRADO DI INDIPENDENZA DEL CDA	CONTROLLO	COMUNICAZIONE
D	D	CC	C



Conclusioni

E' la stessa natura degli azionisti e delle loro caratteristiche a determinare le azioni necessarie a garantire il grado di trasparenza ed efficienza richiesto dall'OCSE e dalla UE.

Una public company, attiva su un tipo di mercato che vede numerosi concorrenti battersi sul piano dell'innovazione e degli investimenti ha problematiche diverse da una Società la cui proprietà è in modo rilevante nelle mani di un solo azionista, il quale, casomai, si è anche nominato all'interno del Consiglio di Amministrazione – partecipando direttamente l'ordinaria amministrazione – ed avendo al contempo provveduto, in Assemblea, alla nomina del suo principale organo di controllo.

Diventa quindi fondamentale che la *Corporate Governance* sia più efficiente (in termini di contrappesi e controlli) se chiamata a contro-bilanciare una struttura societaria (e della proprietà) che sia già in partenza potenzialmente foriera di conflitti d'interessi ed inefficienze.

Quindi, uno schema unico per l'autodisciplina del governo aziendale per garantire i diritti degli azionisti e l'equo trattamento dei soci, appare inadeguato in partenza se le stesse aziende, nell'interesse del mercato (ed indirettamente della propria appetibilità) non si adeguano volontariamente e nella misura richiesta dalla loro condizione agli standard più elevati.

La trasparenza e l'indipendenza del Consiglio di Amministrazione (inclusi agli Amministratori Esecutivi) è – in linea al ragionamento testé effettuato – una necessità inversamente proporzionale ai rischi che un determinato assetto proprietario porta con se. La presenza, ad esempio, di un patto di sindacato che di fatto crea un azionista unico di maggioranza, che vincola i partecipanti al patto alla preventiva individuazione degli Amministratori Esecutivi e presidente del CdA, pone gli azionisti di minoranza in una posizione tale che possono trovare una certa serenità esclusivamente nel quadro di regole di governo societario fortemente garantiste sull'indipendenza degli Amministratori dalla proprietà e su una struttura di controlli particolarmente efficiente.

Il valore medio delle Società analizzate è di 22 (quarantesimi). Di cui 15 Società sopra la media, 19 sotto la media e 6 nella media (ovvero tra 21,5 e 22,5).

La scomposizione delle due aree c'indica un valore medio per la proprietà di 12,5 ventesimi (12,5 / 20) mentre per l'amministrazione (controlli e indipendenza) di 9,5 ventesimi (9,5 / 20). Ciò sembra indicare che una forma di debolezza è maggiormente diffusa sul fronte dei controlli interni e indipendenza del C.d.A.

Mediamente, il valore della proprietà (12,5 / 20) è superato da 16 Società, 19 sono sotto, 5 in media.

L'amministrazione (indipendenza e controlli) vede solo 8 Società sopra la media di 9,5 / 20, mentre 18 sono quelle sotto e 14 quelle in media (tra 9 e 10 / 20).

Lo studio evidenzia, nel caso delle aziende dell'indice SP-MIB 40, un buon numero di casi con un assetto proprietario piuttosto concentrato. E qualora tali concentrazioni non siano possibili, si assiste al ricorso d'accordi parasociali o catene di controllo molto sofisticate per raggiungere comunque una posizione predominante. In un caso o nell'altro, la maggioranza delle aziende esaminate tende ad avere una proprietà ben identificata, la cui forza non si limita ad esercitarsi all'interno delle sedi sociali preposte, ma si distende all'interno delle sedi amministrative nel tentativo (tal volta riuscito) di gestire direttamente, o indirettamente, l'ordinaria amministrazione. Ciò contravvenendo in buona sostanza alle indicazioni OCSE e UE.

Pertanto, il punto più debole appare nei controlli e nell'indipendenza del C.d.A., che non sembrano sufficienti a controbilanciare l'incidenza (eventuale e potenziale) dei conflitti provenienti dalla proprietà. Infatti, nella maggior parte dei casi i controlli sono effettuati senza seguire le migliori indicate e proposte dalle sopra citate organizzazioni, ma si limitano all'adozione del Codice di Autodisciplina. Gli stessi Codici di Condotta o Codici Etici – quali strumenti aggiuntivi di controllo – non sono unanimemente adottati, spesso sono disomogenei o generici, non sempre adeguatamente vigilati.

In questo senso, il potenziamento del sistema dei controlli, anche a livello di Consiglio di Amministrazione, potrebbe innalzare considerevolmente la qualità della *Governance* anche senza intervenire sull'assetto proprietario e migliorare l'efficienza gestionale dell'azienda.

Singolarmente, la struttura proprietaria che meno incide in termini di conflitti d'interesse con la proprietà è rappresentata dalla Banca Popolare di Verona e Novara, dalla Popolare di Milano, e da Società come Finmeccanica, Eni, Enel o a scendere come

Assicurazioni Generali - per citare i casi più evidenti. In questi casi, i controlli e gli organi di vigilanza si possono concentrare prevalentemente (o andrebbero concentrati, qualora fosse necessario) nella direzione del Management e del Consiglio di Amministrazione per diminuire i rischi di una gestione che possa favorire non tanto gli interessi della proprietà (che sono a bassa incidenza) ma quelli dei singoli amministratori o comunque diversi da quelli della Società stessa, ovviamente nel senso delle indicazioni OCSE e UE.
