



RAPPORTO SULLA CORPORATE GOVERNANCE IN ITALIA – 2004 / 2005

*La Corporate Governance delle
società quotate: i principi a carattere volontario proposti
dall'OCSE e dall'Unione Europea*

Pubblicazione

Ufficio Studi AEI

A cura di Jacopo Schettini Gherardini

Bruxelles, 1 luglio 2005

Agenzia Europea di Investimenti
Standard Ethics
GEIE

Groupement Européen d'Intérêt
Economique
Bruxelles

INDICE

Introduzione e ringraziamenti	p. 3
Premessa	p. 4
Le indicazioni internazionali istituzionali	p. 5
Metodologia	p. 7
Il concetto d'indipendenza degli Amministratori ed il caso italiano	p. 10
La questione del voto capitaro ed il caso delle Banche Popolari italiane	p. 13
Probabilità d'errore e indicatori utilizzati	p. 15
<i>Gestione delle proprietà</i>	p. 16
<i>Gestione dell'amministrazione</i>	p. 17
I risultati finali dei tre singoli Studi	p. 21
<i>Studio 1 (S&P MIB 40)</i>	p. 23
<i>Studio 2 (STAR)</i>	p. 25
<i>Studio 3 (Banche Quotate)</i>	p. 28
Conclusioni dei singoli Studi	p. 29
<i>Conclusioni dello Studio 1 (S&P MIB 40)</i>	p. 29
<i>Conclusioni dello Studio 2 (STAR)</i>	p. 31
<i>Conclusioni dello Studio 3 (Banche quotate)</i>	p. 34
Conclusioni generali del Rapporto	p. 38

Introduzione e ringraziamenti

Questo Rapporto sulla *Corporate Governance* in Italia, riassume ed elabora in via definitiva i risultati di **tre** diversi Studi pubblicati dalla AEI negli ultimi tre mesi:

- “*La Corporate Governance delle maggiori Società quotate italiane. Studio sull’Indice S&P MIB 40*” del 9 marzo 2005;
- “*La Corporate Governance negli intendimenti dell’Unione Europea e dell’OCSE. Il Segmento Star: analisi e confronto con l’Indice S&P MIB 40*”, del 27 marzo 2005;
- “*La Corporate Governance negli intendimenti dell’Unione Europea e dell’OCSE. Il Sistema Bancario italiano: analisi delle Banche quotate*”, del 7 aprile 2005;

Il presente Rapporto offre una panoramica sul governo societario di **118 Società** quotate italiane.

La metodologia adottata nei tre Studi – e qui ampiamente riassunta e ripresa – consente raffronti e comparazioni.

La natura di questo Rapporto non è quello di effettuare una classifica, quanto evidenziare i caratteri dell’assetto proprietario e quindi le azioni adottabili a livello amministrativo per ridurre il rischio di eventuali conflitti di interessi.

Si ringrazia lo **Staff AEI** che ha partecipato alla redazione degli Studi e del Rapporto. A vario titolo si ringrazia *Paolo Rustici, Beatrice Gerini, Djilali Kohli, Filippo Cecchi, Paolo Negrelli, Christina Popper, Gherardo Noferi, Pierluigi Fratini*, nonché il Direttore *Marco Capurro* della sede di Bruxelles. Per la revisione, controllo e verifiche si ringraziano le Associate *Fleet & Temple di Milano, Priming di Bruxelles, 2 Lead Int. di Londra*, ed i loro Partner, si ringrazia anche gli Associati *Bardo Gavazzoli Schettini, Claudio Marastoni*, nonché i membri del Comitato Etico Europeo ed il suo Segretario *Marco Ricceri*. Si ringrazia inoltre chi ha contribuito alla diffusione dei documenti elaborati.

Directeur Exécutif

Jacopo Gavazzoli Schettini
(Schettini Gherardini dal 2007)

Premessa

Il Rapporto sintetizza i risultati di tre Studi pubblicati dalla AEI¹, i quali hanno lo scopo di misurare il grado di corrispondenza che le politiche di governo delle imprese esaminate hanno rispetto ai principi ed alle indicazioni provenienti dall'OCSE e dall'Unione Europea in fatto di *Corporate Governance*. Indicazioni internazionali dalla natura dichiaratamente **volontaria** e non obbligatoria, poiché auspicanti delle migliori altrimenti non richieste dalle leggi od altri regolamenti (o codici di autodisciplina)².

L'analisi dei tre Studi (che s'inquadra nell'attività dell'Agenzia per l'emissione dei "Rating") si focalizza su alcuni degli standard generalmente presi in esame dalla AEI, tralasciando altri aspetti della Responsabilità Sociale d'Impresa riferibili alle questioni socio-ambientali ed alla concorrenza, che invece vanno normalmente ad arricchire i Rating *etici* dell'Agenzia.

I dati utilizzati si riferiscono a documentazione dell' **anno 2004**, che ad oggi, appare completa e definitiva. La documentazione dell'anno 2005 è in fase di raccolta ed analisi e comporrà il futuro Rapporto 2005/2006. Il confronto con i Rating AEI è avvenuto su quelli emessi nel 2004, basati sui medesimi dati.

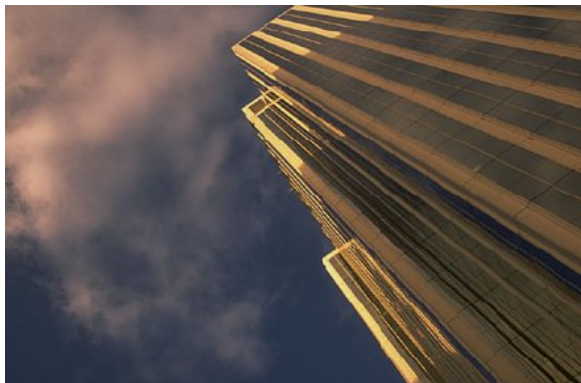
¹ AEI, 9 Marzo 2005, "La Corporate Governance delle maggiori Società quotate italiane. Studio sull'Indice S&P MIB 40". AEI, 27 Marzo 2005, "La Corporate Governance negli intendimenti dell'Unione Europea e dell'OCSE. Il Segmento Star: analisi e confronto con l'Indice S&P MIB 40". AEI, 7 aprile 2005, "La Corporate Governance negli intendimenti dell'Unione Europea e dell'OCSE. Il Sistema Bancario italiano: analisi delle Banche quotate".

² Le principali fonti alle quali lo Studio farà riferimento e che saranno alla base del modello utilizzato sono principalmente: *Le Linee Guida per le Imprese Multinazionali*, OCSE; *I Principi di Corporate Governance* OCSE; Commissione delle Comunità Europee (2003), Comunicazione COM (2003) 284, 21.5.2003, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, Unione Europea, Bruxelles; Commissione delle Comunità Europee (2002): Comunicazione COM (2002) 347, 3.12.2002, *Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile* - Unione Europea, Bruxelles.

Circa la volontarietà delle indicazioni provenienti dai sopraccitati documenti si può riportare quanto scritto nelle *Linee Guida delle imprese Multinazionali dell'OCSE*, nella parte relativa ai "Concetti e Principi": "esse (le Linee Guida) 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". Oppure i *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".

Le indicazioni internazionali istituzionali

Usando le stesse parole utilizzate in precedenza nei tre Studi sulla *Corporate Governance*, si può ricordare che lo scopo statutario di AEI è quello di diffondere i principi ONU, OCSE e UE sulla Responsabilità Sociale d'Impresa, adottando il punto di vista di queste organizzazioni anche nell'ambito della propria attività statistica e scientifica. In



questo caso, la definizione di *Corporate Governance* utilizzata negli Studi è la seguente: “*il sistema mediante il quale le società sono dirette e controllate*”³ 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”⁴.

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 comunicazione⁵.

Gli stessi elementi vengono ripetutamente proposti, in vario ordine, dalla Commissione Europea ⁶.

³ Rapporto Cadbury, dicembre 1992.

⁴ Principi di Corporate Governance, OCSE (1999).

⁵ Principi di Corporate Governance, OCSE (versione aggiornata 2004).

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)⁷.

In termini concreti, si può ribadire che le regole governanti l'impresa possono essere riassunte dal semplice statuto, dalle deleghe agli Amministratori, dai regolamenti interni, dai codici di condotta, dai manuali operativi e 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 dalla Borsa Italiana), a standard di bilancio o qualità, a norme contrattuali o semplicemente a 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 quotate – le differenze che emergeranno dalla presente ricerca saranno dovute alla concreta applicazione da parte delle Società dei principi OCSE e UE non ancora “normati” e – peraltro – neanche espressamente presenti nel Codice di Autodisciplina proposto dalla Borsa Italiana.

⁶ Si veda ad esempio: Commissione delle Comunità Europee (2003), Comunicazione COM (2003) 284, 21.5.2003, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*, Unione Europea, Bruxelles.

⁷ 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.

Metodologia⁸

Gli Studi AEI sulla *Corporate Governance* (come anche l'emissione di Rating) si basano 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 d'acquisizione delle informazioni 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 d'indicatori normalmente utilizzato da AEI per le proprie valutazioni sulla RSI è, nel caso degli Studi pubblicati, ridotto e semplificato, enucleando solo le variabili più indicative per l'analisi della *Corporate Governance*⁹.

L'*Indice AEI sulla Corporate Governance* a 40 variabili è alla base dell'analisi. I campi d'indagine esaminati negli Studi sono stati 8, a loro volta singolarmente suddivisi in 5

⁸ Anche in questo caso si preferisce riportare esattamente quanto descritto nei tre Studi già pubblicati.

⁹ 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).

possibili variabili, per un totale di 40 variabili a comporre una griglia suddivisa in due aree:

la **gestione della proprietà** che riguarda:

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

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

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

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 non trasparente dell'azienda, ovvero ad 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 debba essere incentrato fondamentalmente 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"*¹⁰.

Pertanto, la struttura degli indicatori utilizzati negli Studi, ha la funzione di non soffermarsi su aspetti eccessivamente tecnici ma di 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 non autonoma e non nell'interesse di tutti gli azionisti (anche di minoranza) aumenti con l'aumentare della dipendenza degli Amministratori dalla proprietà (azionisti di maggioranza);
- 2) che, a parità di controlli e trasparenza, il rischio di una dipendenza degli Amministratori dalla proprietà aumenti con l'aumentare della concentrazione

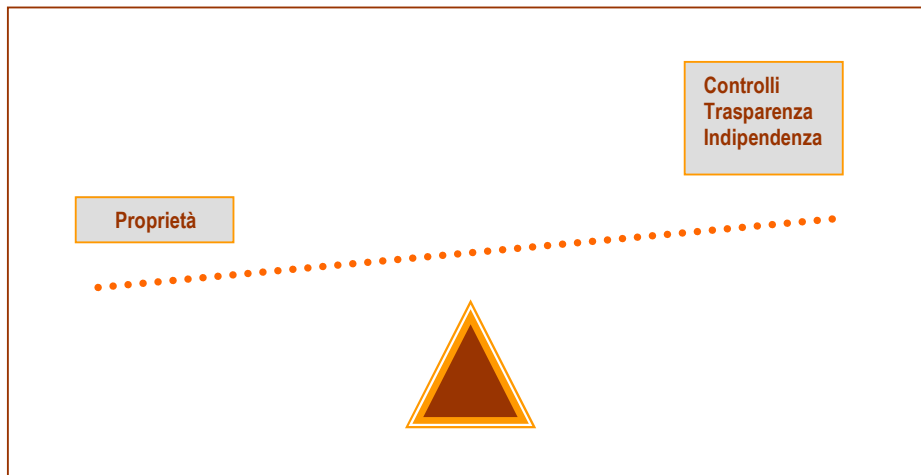
¹⁰ Comunicazione Commissione delle Comunità Europee n. 284 del 2003, op. cit.

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 non trasparente aumenti al diminuire dei controlli e della corretta rendicontazione .

Premesse tali ipotesi, l'obiettivo degli Studi è quello di schematizzare i caratteri della proprietà e dare una misura della sua eventuale concentrazione (prima area della griglia). Secondariamente, fornire una chiave di lettura per verificare l'indipendenza degli Amministratori dalla proprietà ed il livello della struttura dei controlli (seconda area).

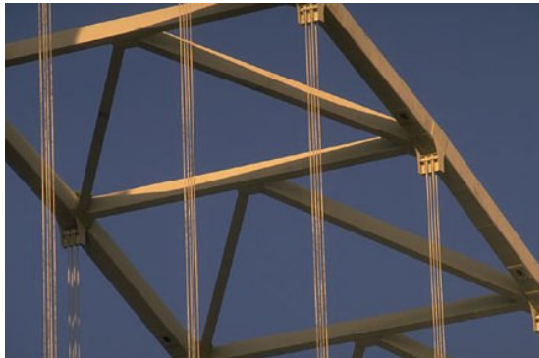
Essendo più complesso ed improbabile modificare l'assetto proprietario, la fotografia della struttura proprietaria avrebbe la funzione di fornire indicazioni circa l'impegno che sarebbe necessario sostenere dal lato dell'amministrazione, per garantire l'autonomia e la trasparenza auspicata – non richiesta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



Il concetto d'indipendenza degli Amministratori e il caso italiano: altre precisazioni

Riguardo all'indipendenza degli Amministratori, occorre riproporre nuovamente l'argomento anche perché ha suscitato numerose reazioni tra le aziende quotate.

Per essere ben compresi è opportuno ribadire che esistono diversi concetti di *Corporate Governance*. Tutti di pari dignità. La questione è stata acclarata anche dalla Commissione e dall'OCSE. Il documento più importante a riguardo, i *Principi di Corporate Governance dell'OCSE*, recita con chiarezza e sinteticità nel



suo *Preambolo* (a pagina 3): *“There is no single model of good corporate governance”* - e con questo liquida l'argomento.

Ma sempre ad essere chiari, ciò non significa che l'Unione Europea o l'OCSE non ne sposino uno. E infatti quello che sposano – seppure generico – pone appunto il problema della relazione tra proprietà e controllo al centro delle proprie preoccupazioni, dove il rapporto sotto osservazione è appunto quello tra l'azionista e chi controlla la società, inteso come chi ha il bastone del comando (e quindi l'amministra), ovvero, recita sempre nel *Preambolo* dei *Principi di Corporate Governance dell'OCSE* (a pagina 2): *“Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders”* e aggiunge *“Principles focus on governance problems that result from the separation of ownership and control. However, this is not simply an issue of the relationship between shareholders and management, although that is indeed the central element.”*

Concetto che la Commissione Europea riprende, ad esempio nella citata *Comunicazione 284 del 2003* sulla *Corporate Governance*, dove scrive: *“il governo societario è incentrato fondamentalmente 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”* – ribadiamo – *“tra azionisti ed amministratori”* o *“between shareholders and management”* per l'OCSE.

Pertanto, tra le tante impostazioni possibili, quella proposta in sede internazionale dall'OCSE, e ripresa dalla Commissione Europea, pone un problema di relazioni tra chi gestisce la società (usiamo un termine semplificato) e la proprietà, ovvero gli azionisti. In altri termini, si affronta la questione della separazione ed indipendenza dei diversi ruoli (*"separation of ownership and control"*), partendo dal principio che gli azionisti debbano esercitare i diritti connessi alla loro proprietà in Assemblea dei Soci o in apposite occasioni, mentre chi gestisce l'impresa non dovrebbe avere (o subire) altre cointeressenze tali da entrare in conflitto con il proprio lavoro e dovrebbe perseguire in autonomia l'oggetto sociale e la strategia approvata dalla proprietà (nelle sedi sociali opportune). Questione che, ricordiamo, AEI ripropone da tempo negli Studi sull'Italia¹¹ o in altre pubblicazioni¹².

Il fatto che in Italia la prospettiva non sia esattamente questa e sia diversa, non pone problemi in linea di principio. La diversità tra le impostazioni (e legislazioni) nazionali è riconosciuta ed accettata nei principali documenti OCSE e UE. Anzi, la stessa

¹¹ Dalla "AEI NOTA ANNUALE" - MERCATO AZIONARIO ITALIANO & LA RESPONSABILITA' SOCIALE D'IMPRESA, Ufficio Studi AEI, 27 dicembre 2004, Bruxelles, p.22: "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.

¹² Dal capitolo sulla "Introduzione al Codice di Condotta dell'Agenzia Europea di Investimenti", pag. 11, di "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): "Apparentemente la proprietà e la gestione sono quasi sinonimi. Nella realtà possono essere realtà antitetiche e foriere 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".

Commissione ha comunicato nel 2003, di astenersi dal proporre un modello unificato a livello europeo, limitandosi a richiamare i principi OCSE e le basi di quei principi come elementi condivisi, se pure non obbligatori.

La diversità dell'impostazione italiana è riscontrabile da fatto che essa pone la problematica della *Corporate Governance* intorno al binomio Amministratore/società e non Amministratore/proprietà. In altri termini, l'indipendenza degli Amministratori è intesa come indipendenza dalla società che si trovano ad amministrare, quindi si misura in base alle relazioni (economiche e commerciali, perlopiù) che l'Amministratore intrattiene con la società: tanto più esso è meno coinvolto nella gestione, tanto più l'Amministratore offre garanzia sulla sua serenità di giudizio.

La prima immediata conseguenza di questa impostazione è che si assiste alla sovrapposizione (nei fatti) di concetti distinti: quello di "*Amministratore indipendente*" e quello di "*Amministratore non esecutivo*" da un lato, e quello di "*Amministratore esecutivo*" e "*non indipendente*" dall'altro. Concetti che diventano sinonimi e si accoppiano in opposizione, perché per essere "indipendenti" occorre essere – tra le altre – anche "non esecutivi" mentre gli Amministratori con deleghe operative (ed il management) sono per definizione *non indipendenti* per effetto delle relazioni che intrattengono con la società.

In tal senso sembrerebbe andare anche il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana, almeno in alcune sue interpretazioni.

Questa impostazione non riflette la posizione delle organizzazioni internazionali. Appare anche chiaro il divario tra le impostazioni nonché le differenze tra gli effetti concreti che vengono a crearsi. Si tratta di una presa d'atto che non deve necessariamente preludere ad una critica. Ma può anche arricchire il dibattito sull'argomento.

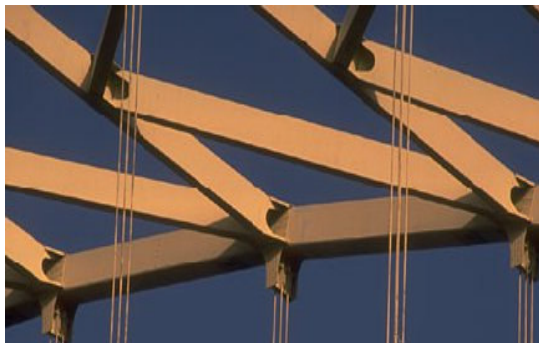
La posizione internazionale istituzionale pone, in via principale, un problema diverso e di relazione tra la gestione e la proprietà. Se si parla di indipendenza ed autonomia, la si mette in relazione non alla società ma dalla sua proprietà, con particolare riguardo al problema dei conflitti di interesse, buona gestione e diritti dei soci di minoranza.

In questo caso con "Amministratore esecutivo" s'indica un ruolo operativo (con delega alla gestione, o parte di essa), mentre con "non esecutivo" ci si riferirebbe ad un Amministratore che offre i suoi servizi all'interno del Consiglio (e non nella gestione diretta) oppure ha solo funzioni di bilanciamento o verifica su alcune decisioni, ma per

entrambi rimarrebbe aperta la definizione della loro indipendenza (sulla base dei rapporti che essi intrattengono con la proprietà).

Gli effetti di questa impostazione, in termini del tutto semplicistici, porta nella direzione di un modello di governo societario che valorizza non tanto le figure poco “coinvolte” nell’azienda chiamate a garantire per il resto degli Amministratori, ma mira a valorizzare quelle figure molto coinvolte nell’azienda, operative ed esecutive, ed allo stesso tempo distanti e ben indipendenti dalla proprietà, e che per questo offrono la garanzia di operare solo nell’interesse dell’impresa e di tutti gli azionisti (anche di minoranza).

Detto ciò, l’indipendenza dell’Amministratore (dalla società) proposta in Italia ha il pregio di porre il problema in modo radicale ma – come la AEI ha rilevato – allenta la discussione intorno al problema dell’indipendenza degli *Amministratori esecutivi* e del peso negativo che la proprietà che agisce fuori dai suoi limiti statutari può avere su di loro, soprattutto quando essa è coinvolta nella gestione ordinaria delle grandi Società quotate (si veda il caso Parmalat per andare all’estremo negativo).



Come dire: se gli Amministratori per essere “indipendenti” non devono intrattenere relazioni di peso con la società, quindi non avere deleghe, quindi non gestire, sarebbe ineluttabile per l’Amministratore esecutivo essere “dipendente”. E se la sua “dipendenza” fosse strutturale e connaturata al suo ufficio, si renderebbe del tutto capzioso analizzare i suoi rapporti con la proprietà, i quali uscirebbero definitivamente dal dibattito sulla *Governance* aziendale, con il rischio di mettere un pietra sopra la possibilità di un vero decisore indipendente dall’azionista.

In termini più diretti, il rischio paventato è calare una pietra tombale sopra l’idea di un Amministratore delegato che risponda della sua gestione in Assemblea dei Soci e non giorno per giorno ad un azionista. Azionista che potrebbe non essere neppure detentore della maggioranza assoluta dei voti, e talvolta avere anche attività ed interessi ben diversi a quelli della società stessa. Se non opposti.

La questione del voto capitario ed il caso delle Banche Popolari italiane

Anche in questo caso, come già spiegato in precedenza, la questione era stata recentemente posta all'Agenzia da un quotidiano economico italiano nell'ambito di un approfondimento dedicato ad uno degli Studi AEI sulla *Corporate Governance*¹³.

Con l'analisi del governo societario, l'AEI si pone l'obiettivo d'inquadrare un determinato assetto societario al fine di determinarne le ricadute sulla gestione ordinaria in rapporto ai potenziali conflitti d'interesse. Il problema della "scalabilità" della Società non è quindi oggetto centrale delle valutazioni poiché i vincoli vengono stabiliti in sede statutaria con l'adozione di un determinato diritto di voto e non grazie ad una limitazione extra-statutaria della circolazione dei titoli azionari attraverso, ad esempio, un patto di sindacato.

In altre parole, ai fini delle ricerche AEI sulla *Corporate Governance*, un sistema di governo che richiede ai soci di votare "per testa" indipendentemente dalla quota da loro posseduta, e che coerentemente prevede (per Statuto) un limite massimo di quota azionaria detenibile da ogni singolo, determina un sistema di potenziali conflitti d'interesse tra proprietà ed Amministratori che assomiglia a quello di una public company. Da qui l'adozione d'appositi strumenti di controllo.

Viceversa, una limitazione extra-statutaria alla circolazione dei titoli azionari attraverso un patto di sindacato, determina un'altra tipologia di limitazione, altri potenziali conflitti d'interesse di segno opposto (tendenzialmente legati alla concentrazione dei poteri).

Si può ovviamente discutere sul fatto che un sistema così vagamente cooperativo, come quello del voto capitario, non sia adatto ad un mercato quotato e di come riduca la scalabilità di un'azienda, e che pertanto la normativa nazionale debba essere modificata, cosa di cui AEI è d'accordo, in linea ovviamente con la UE, ma, ai fini delle ricerche AEI, preme individuare e comprendere la relazione tra proprietà ed amministrazione.

¹³ Con voto capitario s'intende una previsione statutaria, tipica delle cooperative, che attribuisce un solo voto ad ogni singolo socio, indipendentemente dalla quota di capitale posseduta. La questione è stata dibattuta nell'ambito di un approfondimento del già citato Studio AEI sull'Indice S&P MIB 40 del marzo scorso, in merito alla Banca Popolare di Milano.

La questione viene viceversa esaminata dall’Agenzia in sede di Rating, per l’emissione dei quali vengono sommate ai problemi di gestione dell’azienda e della sua proprietà, anche le questioni inerenti la competitività e la concorrenza.

Tanto è che le stesse Banche che ottengono buone valutazioni in materia di governo societario, talvolta risentono di questi aspetti all’emissione del Rating perdendo qualche posizione (come mostrato dalle tabelle riassuntive in calce allo Studio).

Anche il Rating “E+”, attribuito nel 2004 al *sistema bancario italiano*¹⁴, è in parte dovuto proprio alla rigidità del sistema stesso, sia nei confronti dell’esterno sia al proprio interno, tra banche.

Problema che si è aggravato nel 2005 ed ha dispiegato i suoi effetti in note vicende le quali hanno visto la Commissione Europea richiamare ufficialmente gli Organi di Vigilanza italiani. E che, per altre ragioni inerenti i servizi alla clientela, hanno visto gli Organi di Vigilanza italiani e le Autorità di garanzia sul mercato, attivarsi in una indagine a carattere generale sui maggiori istituti bancari.

¹⁴ “*Rating etico sul sistema bancario italiano e sulle banche quotate*”, emesso dall’Agenzia il 25 febbraio 2004.

Probabilità d'errore e indicatori utilizzati¹⁵

L'Agenzia stima che il rischio d'errore per i dati forniti nel Rapporto sia dell'1,25%.

Si stima che 1 caso esaminato su 4, dei 118 considerati, possa avere 2 variabili erroneamente valutate, ovvero che su 4.720 variabili e 5192 possibilità, vi siano 59 casi controversi (anche se, a tutt'oggi, sono state individuate - su segnalazione - solo tre variabili solo marginalmente inesatte, che non hanno modificato il risultato finale).

Per i dettagli sulle stime di errore si rimanda comunque agli Studi originali.

Come specificato in ogni Studio, il modello di valutazione proposto si basa sull'*Indice AEI della Corporate Governance* (limitato 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, volutamente, non si sofferma su tecnicismi che possono rendere meno esplicito il risultato.

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

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

Da quest'iniziale classificazione sono stati elaborati 4 campi d'indagine per ciascuna macro-area. Sono dunque 8 i campi d'indagine e 5 i possibili risultati attribuibili ad ognuno di questi. 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 1 unico indicatore ma si è reso necessario avere 2 sotto-variabili. Il totale delle variabili è quindi 40, includendo anche le sotto-variabili, le valutazioni possibili sono 44.

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

- *peso del mercato (quota azionaria in mano al mercato);¹⁶*

¹⁵ La metodologia viene riproposta nella sua interezza.

¹⁶ Fonte CONSOB.

- *accordi parasociali (patti di sindacato);¹⁷*
 - *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);¹⁸*
- *tipologia del maggior azionista (o dei maggiori azionisti se in rapporto organico – es. sotto Patto si Sindacato);¹⁹*

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

- *grado d'indipendenza dei Consiglieri Esecutivi;²⁰*
- *grado d'indipendenza del Consiglio di Amministrazione;²¹*
- *grado d'indipendenza e poteri della funzione di controllo;²²*
 - *caratteristiche dei comitati e degli Organi di Controllo;*
 - *caratteristiche dei Codici di Condotta (o codici etici);*
- *struttura delle norme per la comunicazione e rendicontazione;²³*

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**²⁴ (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**²⁵
 - Percentuale del capitale votante sottoposta al patto:

¹⁷ Fonte CONSOB (su documentazione fornita dalle Società quotate).

¹⁸ Fonte CONSOB.

¹⁹ Fonte CONSOB e Borsa Italiana.

²⁰ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

²¹ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

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

²³ 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.

²⁴ La divisione del capitale è in terzi ed in quarti.

²⁵ 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.*"

- 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;
- 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 simili;
 - 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 (o ha altre partecipazioni rilevanti) nello stesso mercato;
 - E. il maggior azionista svolge attività diretta (o 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)²⁶:
 - 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

²⁶ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

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 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)²⁷:

- 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, i Consiglieri 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

²⁷ Fonte: ultima Relazione sul Governo Societario disponibile presso il mercato regolamentato (Borsa).

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

- **Grado di indipendenza e poteri della funzione di controllo** (interna)²⁸ :

- 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

²⁸ 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”*.

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;
- 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) ²⁹ :

- 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.

²⁹ 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.

I risultati finali dei tre singoli Studi

S&P MIB 40 Marzo 2005	VALORE FINALE	RATING AEI 2004
Banca Popolare di Milano	32	EE
ENI	31	EEE-
B. Pop. di Verona e Novara	30	EE+
Banche Popolari Unite	28,5	EE
Enel	28	EE-
Finmeccanica	28	Sos.
Saipem	27	EE+
Assicurazioni Generali	25,5	E+
UniCredito Italiano	25,5	EE-
ST Microelectronics NV	25	Sos.
San Paolo-IMI	24,5	E+
Banca MPS	23,5	EE-
Snam Rete Gas	23,5	EE
Terna	23,5	E
FIAT	23	E+
Autogrill	22,5	E
Tiscali (*)	22,5	EE-
Telecom Italia	22	E
Fastweb	21,5	E+
Mondadori (Arnoldo) Editore	21,5	E+
Seat Pagine Gialle	21,5	E
Banca Antonveneta	21	EE-
Banca Nazionale del Lavoro	20,5	E
Capitalia SpA	20,5	E
RAS	20,5	E
Autostrade	20	E
Gruppo Edit. L'Espresso	20	E+
Mediobanca	20	E
Pirelli & C.	20	E
Alleanza Assicurazioni	19,5	E-
Italcementi	19,5	E
Banca Intesa	19	E
Mediaset	19	E-
RCS MediaGroup	19	E+
Banca Fideuram	17	E
Luxottica	17	EE-
Edison	16	E
Mediolanum	16	E-
Bulgari	15,5	E+
Telecom Italia Mobile	12,5	E

STAR Marzo 2005	VALORE FINALE	RATING AEI 2004
BANCA POP DI INTRA	34	EE-
B. POP. ETRURIA E LAZIO	30,5	EE
RENO DE MEDICI	25	E+
MELIORBANCA	24,5	E
CENTRALE LATTE TORINO	24	EE+
AEDES	23	EE
AMGA	23	EE+
RECORDATI	22,5	E+
BIESSE	21	E+
DUCATI MOTOR HOLDING	21	EE-
INTERPUMP GROUP	21	EE+
NEGRI BOSSI	21	EE-
SOGEFI	21	EE-
BREMBO	20,5	EE+
STEFANEL	20,5	E+
ASTALDI	20	E+
BANCA IFIS	20	E
DMT	20	E+
ERG	20	E+
FIERA MILANO	20	EE
GEFRAN	20	EE-
MIRATO	20	EE-
SABAF	20	E+
SAES GETTERS	20	E+
VITTORIA ASSICURAZIONI	20	EE-
CEMENTIR	19,5	E
TARGETTI SANKEY	19,5	E+
TREVISAN	19,5	EE-
JOLLY HOTELS	19	EE-
JUVENTUS FC	19	E+
BANCA FINNAT EURAMERICA	18,5	E-
EMAK	18	E+
GRANITIFIANDRE	18	E+
PANARIAGROUP	18	E+
CEMBRE	17,5	EE
CREMONINI	17	E
IMA	17	E+
IRCE	16,5	E+
ACTELIOS	16	E+
CSP INTERNATIONAL	15,5	E
LA DORIA	15,5	E-
MARIELLA BURANI F.G.	15,5	EE
RICHARD-GINORI 1735	15,5	E+
SOCOTHERM	15,5	E-
ISAGRO	14,5	E+
NAVIGAZIONE MONTANARI	14	E+

BANCHE Aprile 2005	VALORE FINALE	RATING AEI 2004
Banca Popolare di Intra	34	EE-
Banca Pop. di Milano	32	EE
Credito Valtellinese	32	EE-
Ban. Pop. Etruria e Lazio	30,5	EE
B. Pop. Verona e Novara	30	EE+
Banche Popolari Unite	28,5	EE
Banca Popolare di Lodi	26,5	EE-
Banca Lombarda	26	E+
Unicredito	25,5	EE-
Meliiorbanca	24,5	E
San Paolo IMI	24,5	E+
Banca Carige	23,5	E+
Banca M.P.S.	23,5	EE-
Banca Profilo	22	E
Fineco Group	21,5	E+
Banca Antonveneta	21	EE-
Banca Desio e Brianza	21	E+
BNL	20,5	E
Capitalia	20,5	E
Banca IFIS	20	E
Mediobanca	20	E
Cas. di Risp. di Firenze	19,5	E-
Credito Artigiano	19,5	E+
Banca Intermobiliare	19	E
Banca Intesa	19	E
Banca Finnat	18,5	E-
Banca Fideuram	18	E
Banca Pop. di Spoleto	17,5	E
Credito Bergamasco	17	E
Credito Emiliano	16	E-
Mediolanum	16	E-
Reti Bancarie	14	E

(*) Sostituita recentemente da Lottomatica

Risultati – Tabella riassuntiva Studio 1 – S&P MIB 40

S&P – MIB 40	VALORE FINALE In 40esimi	Media in 20esimi	Media 20esimi	RATING AEI 2004 (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-

(*) Sostituita nell'Indice da Lottomatica

VARIABILI S&P/MB	PROPRIETA'				AMMINISTRAZIONE			
	PESO DEL MERCATO	ACCORDI PARASOCIALI	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	TIPOLOGIA DEL MAGGIORE AZIONISTA	INDIPEN.ZA CONSIGLIERI ESECUTIVI	INDIPEN.ZA CONSIGLIO DI AMM.ZIONE	INDIPEN.ZA E POTERI FUNZIONE DI CONTROLLO	COMUNICAZIONE RENDICONTI
	Alleanza	D	AB	D	D	D	D	CE
Assicurazioni Generali	B	BC	B	C	D	D	CC	C
Autogrill	C	AB	D	C	C	E	CC	C
Autostrade	D	AB	D	C	D	E	DC	C
Banca Antonveneta	D	BE	B	B	D	E	DC	C
Banca Fideuram	E	AB	E	D	D	E	DC	C
Banca Intesa	C	CE	B	D	D	E	EC	C
B. MPS	D	BC	C	B	C	D	CC	C
Bnl	D	BE	B	D	D	D	CC	C
Banca Pop. Milano	A	AE	A	A	C	B	AC	C
Banche Pop. Unite	A	BC	A	A	D	D	CC	C
B. Pop. Ver. e Novara	A	AA	A	A	D	D	CC	C
Bulgari	E	DE	D	C	E	E	CC	C
Capitalia	C	BE	B	D	D	E	CC	C
Edison	E	BC	D	E	D	E	DC	C
Enel	C	AB	B	B	C	C	BC	C
ENI	C	AB	B	B	B	B	BA	C
Fastweb	D	AB	B	C	E	E	CC	C
FIAT	C	BC	B	C	D	E	CB	C
Finmeccanica	B	AB	B	B	C	D	CB	C
G. Edit. L'Espresso	D	AB	D	C	D	E	DC	C
Italcementi	D	AB	D	C	E	E	CC	C
Luxottica SPA	E	AB	E	C	E	E	DC	C
Mediaset SpA	D	AB	D	C	E	E	DC	C
Mediobanca SpA	C	DE	B	C	D	E	DC	C
Mediolanum SpA	E	DE	C	C	E	E	DC	C
Mondadori	D	AB	D	C	D	E	CC	C
Pirelli & C.	C	CE	B	C	E	E	CC	C
RAS	D	AB	D	D	D	D	CC	C
RCS	D	DE	B	C	D	E	DC	C
Saipem	C	AB	C	B	C	C	DA	C
San Paolo-IMI	B	BE	B	B	D	D	CC	C
Seat Pagine Gialle	D	CE	B	B	C	E	DC	C
Snam Rete Gas	D	AB	D	B	C	E	CA	C
ST Microelectronics	C	CD	B	C	C	C	BC	C
TIM	E	DE	E	E	E	E	CC	C
Telecom Italia	B	BD	B	C	E	E	CC	C
Terna	C	AB	C	B	D	E	CC	C
Tiscali	C	AA	B	C	E	E	DC	C
UniCredito	C	AB	B	B	D	D	CC	C

Risultati – Tabella riassuntiva Studio 2 – Segmento Star

SEGMENTO STAR	VALORE FINALE In40esimi	PROPRIETA'	AMMINISTRAZIONE	ULTIMO RATING ETICO
ACTELIOS	16	7,5	8,5	E+
AEDES	23	13,5	9,5	EE
AMGA AZMED GAS E ACQUA	23	12,5	10,5	EE+
ASTALDI	20	11,5	8,5	E+
BANCA POP DI INTRA	34	20	14	EE-
BANCA FINNAT EURAMERICA	18,5	11,5	8	E-
BANCA IFIS	20	9,5	10,5	E
BANCA POP. ETRURIA LAZIO	30,5	20	10,5	EE
BIESSE	21	11,5	9,5	E+
BREMBO	20,5	11,5	9	EE+
CEMBRE	17,5	10,5	7	EE
CEMENTIR	19,5	11,5	8	E
CENTRALE LATTE TORINO	24	11,5	12,5	EE+
CREMONINI	17	9,5	7,5	E
CSP INTERNATIONAL	15,5	8,5	7	E
DMT	20	12,5	7,5	E+
DUCATI MOTOR HOLDING	21	10,5	10,5	EE-
EMAK	18	9,5	8,5	E+
ERG	20	10,5	9,5	E+
FIERA MILANO	20	10,5	9,5	EE
GEFRAN	20	11,5	8,5	EE-
GRANITIFIANDRE	18	10,5	7,5	E+
IMA	17	10,5	6,5	E+
INTERPUMP GROUP	21	13,5	7,5	EE+
IRCE	16,5	10,5	6	E+
ISAGRO	14,5	7,5	7	E+
JOLLY HOTELS	19	11,5	7,5	EE-
JUVENTUS FC	19	10,5	8,5	E+
LA DORIA	15,5	9	6,5	E-
MARIELLA BURANI F.G.	15,5	8	7,5	EE
MELIORBANCA	24,5	12,5	12	E
MIRATO	20	13,5	6,5	EE-
NEGRI BOSSI	21	12,5	8,5	EE-
PANARIAGROUP	18	11,5	6,5	E+
RECORDATI	22,5	12,5	10	E+
RENO DE MEDICI	25	15,5	9,5	E+
RICHARD-GINORI 1735	15,5	8	7,5	E+
SABAF	20	11,5	8,5	E+
SAES GETTERS	20	10,5	9,5	E+
SOCOTHERM	15,5	8	7,5	E-
SOGEFI	21	11,5	9,5	EE-
STEFANEL	20,5	10,5	10	E+
TARGETTI SANKEY	19,5	11,5	8	E+
TREVISAN	19,5	11,5	8	EE-
VITTORIA ASSICURAZIONI	20	11,5	8,5	EE-
NAVIGAZIONE MONTANARI	14	7,5	6,5	E+

Dettaglio delle singole Società dello Star. Tabella riassuntiva

VARIABILI STAR	PROPRIETA'				AMMINISTRAZIONE			
	PESO DEL MERCATO	PATTI DI SINDACATO	PESO MAGGIORE AZIONISTA	TIPOLOGIA MAGGIORE AZIONISTA	INDIPEN.ZA CONSIGLIERI ESECUTIVI	INDIP.NZA Cda	INDIP.NZA FUNZIONE DI CONTROLLO	COMU.ZIONE E RENDI.NE
ACTELIOS	E	ED	D	C	D	E	DC	C
AEDES	C	AB	B	C	C	E	DC	C
AMGA GAS E ACQUA	D	AB	D	B	B	E	DC	C
ASTALDI	D	AB	D	C	D	E	DC	C
BANCA FIN. EURAMERICA	E	AB	D	C	E	E	CC	C
BANCA IFIS	E	AB	E	C	D	D	CB	C
BANCA POP.ETRURIA LAZIO	A	AA	A	A	D	D	BC	C
BANCA POP DI INTRA	A	AA	A	A	B	B	CC	C
BIESSE	D	AB	D	C	E	C	DC	C
BREMBO	D	AB	D	C	E	D	CC	C
CEMBRE	E	AB	D	C	E	E	EC	C
CEMENTIR	D	AB	D	C	E	E	CC	C
CENTRALE LATTE TORINO	D	AB	D	C	B	C	DC	C
CREMONINI	D	BC	E	C	E	E	DC	C
CSP INTERNATIONAL	D	DE	D	C	E	E	EC	C
DMT	D	AB	C	C	D	E	DC	D
DUCATI MOTOR HOLDING	C	DE	C	C	C	C	DC	D
EMAK	E	AB	E	C	D	E	DC	C
ERG	D	AB	E	C	C	E	DC	C
FIERA MILANO	D	BC	D	C	C	E	DC	C
GEFRAN	D	AB	D	C	E	D	DC	C
GRANITIFIANDRE	E	AB	D	C	E	E	DC	C
IMA	E	AB	D	C	E	E	DC	D
INTERPUMP GROUP	B	BE	B	C	E	E	DC	C
IRCE	E	AB	D	C	E	E	EC	D
ISAGRO	E	DE	D	C	E	E	CC	D
JOLLY HOTELS	E	AB	B	D	E	E	DC	C
JUVENTUS FC	E	AB	D	C	E	D	DC	C
LA DORIA	E	EE	B	C	E	E	DC	D
MARIELLA BURANI F.G.	E	CE	D	C	E	E	DC	C
MELIORBANCA	D	AB	B	D	C	C	CC	C
MIRATO	D	AB	B	C	E	E	DC	D
NAVIGAZIONE MONTANARI	E	DE	D	C	E	E	DC	D
NEGRI BOSSI	D	AB	D	B	D	E	DC	C
PANARIAGROUP	D	AB	D	C	E	E	DC	D
RECORDATI	D	AB	D	B	D	D	CC	C
RENO DE MEDICI	B	AB	B	C	D	D	DC	C
RICHARD-GINORI 1735	E	DD	D	C	E	E	DC	C
SABAF	D	AB	D	C	E	D	DC	C
SAES GETTERS	E	AB	D	C	C	E	DC	C
SOCOTHERM	D	EE	D	C	E	E	DC	C
SOGEFI	D	AB	D	C	D	D	DC	C
STEFANEL	E	AB	D	C	D	D	CC	C
TARGETTI SANKEY	E	AB	C	C	E	E	CC	C
TREVISAN	D	BE	B	C	D	E	DC	C
VITTORIA ASSICURAZIONI	D	AB	D	C	E	D	DC	C

Risultati – Tabella riassuntiva Studio 3 – Banche quotate

BANCHE	VALORE FINALE 40-esimi	<i>PROPRIETA'</i>	<i>AMM.ZIONE</i>	ULTIMO RATING ETICO AEI (2004)
Banca Popolare di Intra	34	20	14	EE-
Banca Popolare di Milano	32	18	14	EE
Credito Valtellinese	32	20	12	EE-
Banca Pop. Etruria e Lazio	30,5	20	10,5	EE
Banca Pop. Verona e Novara	30	20	10	EE+
Banche Popolari Unite	28,5	18,5	10	EE
Banca Popolare di Lodi	26,5	17	9,5	EE-
Banca Lombarda	26	15	11	E+
Unicredito	25,5	15,5	10	EE-
Meliorbanca	24,5	12,5	12	E
San Paolo IMI	24,5	14,5	10	E+
Banca Carige	23,5	13,5	10	E+
Banca Monte Paschi di Siena	23,5	12,5	11	EE-
Banca Profilo	22	13,5	8,5	E
Fineco Group	21,5	11,5	10	E+
Banca Antonveneta	21	14,5	6,5	EE-
Banca Desio e Brianza	21	12,5	8,5	E+
Banca Nazionale del Lavoro	20,5	10,5	10	E
Capitalia	20,5	11,5	9	E
Banca IFIS	20	9,5	10,5	E
Mediobanca	20	11,5	8,5	E
Cassa di Risparmio di Firenze	19,5	10	9,5	E-
Credito Artigiano	19,5	9,5	10	E+
Banca Intermobiliare	19	10,5	8,5	E
Banca Intesa	19	11	8	E
Banca Finnat	18,5	10,5	8	E-
Banca Fideuram	18	8,5	9,5	E
Banca Popolare di Spoleto	17,5	7	10,5	E
Credito Bergamasco	17	8,5	8,5	E
Credito Emiliano	16	7,5	8,5	E-
Mediolanum	16	8,5	7,5	E-
Reti Bancarie	14	6	8	E

Dettaglio delle singole Banche quotate. Tabella riassuntiva

VARIABILI BANCHE	PROPRIETA'				AMMINISTRAZIONE			
	PESO DEL MERCATO	ACCORDI E PATTI DI SINDACATO	PESO DEL MAGGIORE AZIONISTA	TIPOLOGIA MAGGIORE AZIONISTA	INDIPEN.ZA CONSIGLIERI ESECUTIVI	INDIPEN.ZA DEL CDA	INDIPEN.ZA E POTERI FUNZIONE CONTROLLO	COMUNICAZIONE E RENDIZIONE
	BANCHE S&P MIB							
Banca Antonveneta	B	BE	B	B	E	E	DC*	D
Banca Fideuram	E	AB	E	D	D	D	DC	C
Banca Intesa	C	CE	B	D	D	E	DD	C
Monte Paschi di Siena	D	BC	C	B	C	D	CC	C
Banca Naz. Lavoro	D	BE	B	D	D	D	CC	C
Banca Pop. di Milano	A	AE	A	A	C	B	AC	C
B. Pop. Verona Nov.	A	AA	A	A	D	D	CC	C
Banche Pop. Unite	A	BC	A	A	D	D	CC	C
Capitalia	C	BE	B	D	D	E	CC	C
Mediobanca	C	DE	B	C	D	E	DC	C
Mediolanum	E	DE	C	C	E	E	DC	C
San Paolo IMI	B	BE	B	B	D	D	CC	C
Unicredito	C	AB	B	B	D	D	CC	C
BANCHE STAR								
Banca Finnat	E	AB	D	C	E	E	CC	C
Banca IFIS	E	AB	E	C	D	D	CB	C
Banca Pop. di Intra	A	AA	A	A	B	B	CC	C
B. Pop. Etruria Lazio	A	AA	A	A	D	D	BC	C
Meliorbanca	D	AB	B	D	C	C	CC	C
ALTRE BANCHE								
Banca Carige	D	AB	C	B	D	D	CC	C
B. Desio e Brianza	D	AB	C	C	D	E	DC	C
Banca Intermobiliare	E	AB	D	c	D	E	DC	C
Banca Lombarda	A	CE	A	C	C	C	CC	D
Banca Pop. di Lodi	A	BD	A	B	D	D	DC	C
B. Pop. di Spoleto	E	EE	C	D	C	C	DC	
Banca Profilo	D	AB	B	C	D	E	DC	C
Cassa di Ris. Firenze	E	CE	C	B	D	D	DC	C
Credito Artigiano	E	AB	D	D	D	D	CC	C
Cred. Bergamasco	E	AB	E	D	D	D	DC	D
Credito Emiliano	E	ED	E	B	D	D	DC	D
Credito Valtellinese	A	AA	A	A	C	C	CC	C
Fineco Group	D	AB	C	D	D	D	CC	C

Conclusioni finali dei singoli Studi

Conclusioni dello Studio 1 – S&P MIB 40

Il valore medio delle Società dell'S&P MIB 40 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 S&P 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 agli auspici OCSE e UE su una autonomia dei ruoli.

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 solo 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 minore incidenza) ma quelli dei singoli Amministratori o comunque diversi da quelli della Società stessa, ovviamente nel senso delle indicazioni OCSE e UE.

Conclusioni dello Studio 2 – Il Segmento Star

Il valore medio delle Società del Segmento Star è risultato essere di 19,82 (quarantesimi). Sopra la media si sono collocate 15 imprese, 18 al di sotto e 13 nella media (ovvero tra 19,32 e 20,32).

La scomposizione delle due aree indica un valore medio per la proprietà pari a 11,22 ventesimi mentre per l'amministrazione (controlli e indipendenza) 8,26 ventesimi.

Il valore medio della proprietà (11,2) è superato da 11 Società, 22 sono sotto, 13 a metà.

L'amministrazione (indipendenza e controlli) vede 17 Società sopra la media, mentre 17 sono quelle sotto e 12 quelle a metà, ovvero dentro una forchetta tra 7,7 e 8,7.

	Segmento Star	Indice S&P MIB
Valore medio delle Società	19,82	22
<i>n. società sopra la media</i>	15	15
<i>n. società sotto la media</i>	18	19
<i>n. società in media (tra 19,3 e 20,3)</i>	13	6
Proprietà - valore medio	11,22	12,5
<i>n. società sopra la media</i>	11	16
<i>n. società sotto la media</i>	22	19
<i>n. società in media (tra 10,7 e 11,7)</i>	13	5
Amministrazione - valore medio	8,26	9,5
<i>n. società sopra la media</i>	17	8
<i>n. società sotto la media</i>	17	18
<i>n. società in media (tra 7,7 e 8,7)</i>	12	14

Lo Studio dello Star evidenzia una diffusa presenza del capitalismo familiare, fortemente coinvolto nella gestione ordinaria dell'azienda e contestualmente dominante all'interno delle sedi assembleari (anche facendo ricorso ad accordi parasociali per raggiungere comunque una maggioranza assoluta del capitale votante).

La trasmissione per via generazionale della podestà sulla gestione ordinaria, sembra essere un valore aggiunto a causa della profonda conoscenza che una famiglia d'imprenditori può avere della propria azienda quando è da tempo impegnata in un determinato settore (soprattutto nei casi di *Brand* fortemente connaturati all'immagine di un uomo o di una famiglia). D'altronde, sembra però viva la preoccupazione che la

doppia presenza come Amministratore e come azionista di maggioranza possa determinare un potenziale conflitto d'interesse che soprattutto i *Principi di Corporate Governance dell'OCSE* vogliono limitare – rischio che recenti scandali hanno riproposto drammaticamente.

La questione, al centro d'altri studi AEI³⁰, appare nel caso del Segmento Star interessante ed allo stesso tempo controversa proprio per il carattere positivo che in taluni casi si può riconoscere al "capitalismo familiare" nelle piccole e medie imprese. E nello Star non mancano evidenti connessioni tra lo sviluppo societario e la tradizione familiare. Legame talvolta insignificante in altre grandi strutture (presenti nell'Indice S&P MIB 40) dove l'ampiezza dell'azienda, la forte professionalità dei manager, ed i cambiamenti proprietari od organizzativi che si sono succeduti, portano ad ipotizzare che il valore aggiunto di un grande azionista all'interno del Consiglio di Amministrazione non sia determinate per il successo aziendale, almeno da un punto di vista imprenditoriale, e, da un punto di vista amministrativo, sia fonte di problemi inerenti il conflitto d'interessi ed i controlli.

Dal confronto tra la *Corporate Governance* del Segmento Star e quella dell'Indice S&P MIB 40, emerge una sostanziale uniformità d'indicazioni dovute al fatto che le più grandi aziende dell'S&P adottano nella pratica gli stessi accorgimenti richiesti dallo Star.

In termini generali, la sostanziale vicinanza tra i dati dei due insiemi, è un elemento positivo per le Società dello Star, le quali dimostrano d'essere, nonostante i mezzi più

³⁰ Si cita ad esempio la "NOTA ANNUALE - MERCATO AZIONARIO ITALIANO & LA RESPONSABILITA' SOCIALE D'IMPRESA - Rating AEI: Indice bancario, SP-MIB 40 e Segmento Star a confronto", una pubblicazione dell'Ufficio Studi AEI (Bruxelles, 27 dicembre 2004), pag. 22: "Un'ipotesi di lavoro intorno alla quale si stanno concentrando gli sforzi d'analisi dell'Agenzia, è che la curva d'efficienza dell'azienda a carattere familiare con scarsa propensione all'adozione della moderna Corporate Governance (sia essa un'impresa di medie o di grandi dimensioni), tende a crescere con la prima generazione, mentre rischia di perdere slancio successivamente, se l'azienda opera in assenza di una classe dirigente che, con la dovuta indipendenza e professionalità, accompagni la proprietà nelle nuove sfide di mercato e nelle scelte strategiche. E' pertanto ipotizzabile che l'inefficienza gestionale colpisca il sistema azienda soprattutto riguardo al processo decisionale, la cui debolezza produce (tra le altre cose) un'analisi non esaustiva della condizione produttiva e commerciale, inficiando a cascata l'elaborazione di un'organica linea strategica.

Il maggior rischio della gestione a carattere familiare 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. Il ruolo del proprietario e quello dell'amministratore sono – nelle strutture complesse e quotate – intrinsecamente orientate a differenti interessi, se si pensa – per fare un esempio – che il bene dell'azionista deriva dall'utile e quello dell'amministratore dall'efficienza aziendale (questioni non necessariamente sempre convergenti). 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*.

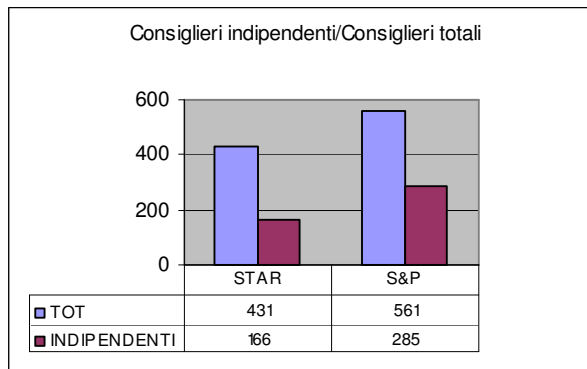
ridotti e minori potenzialità economiche, in grado di competere ai medesimi livelli delle “sorelle” più grandi. Diverso sarebbe ovviamente il confronto tra le medie imprese raggruppate nello Star e quelle al di fuori.

RATING	S&PMIB 40	STAR
EEE		
EEE-	1	
EE+	2	4
EE	3	5
EE-	6	9
E+	8	20
E	15	5
E-	3	3
Pending	2	

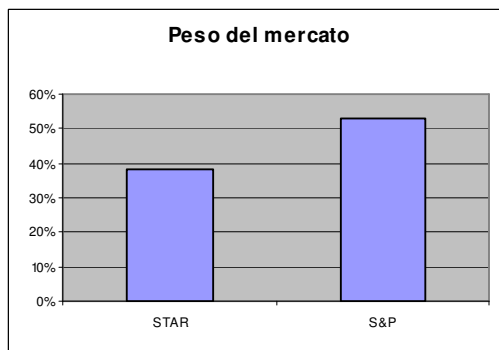
In riferimento alla comparazione tra i due Indici nell’ambito dei Rating Etici dell’AEI, e quindi includendo anche aspetti socio-ambientali e relativi alla concorrenza, il dato finale pende addirittura verso lo Star a causa dell’uniformità dei suoi risultati.

Circa il numero dei **Consiglieri indipendenti**, il risultato percentualmente maggiore spetta all’Indice

S&P MIB, il quale, almeno per metà, è composto di Consiglieri indipendenti: 285 su 561 (il 51%). Lo Star può contare su una percentuale di circa il 40% (ovvero 38,52%): su 431 Amministratori 166 sono indipendenti. Appare in ogni modo significativo la vicinanza tra i due Indici su quest’argomento, se si rapporta ovviamente il peso delle risorse economiche in gioco.



Il peso del mercato, armonizzando i dati CONSOB, è più alto nell’Indice maggiore: 53%



contro il 38%. Comunque per l’Indice S&P MIB è un peso inferiore a quello mediamente riscontrato nei mercati finanziari azionari più evoluti.

Nel caso dello Star, trattandosi di Società a media-bassa capitalizzazione, il divario con le esperienze estere è meno evidente.

Conclusioni dello Studio 3 – Le Banche quotate

Il valore medio delle Banche quotate è 22,5 (quarantesimi). Sopra la media si sono collocate 13 Banche, 18 al di sotto e 1 nella media (ovvero tra 21 e 23).

Nei precedenti Studi è emerso che il valore medio del Segmento Star è risultato essere di 19,82. Il valore medio dell'Indice S&P MIB 40 di 22.

I dati più significativi confermano che attraverso accordi parasociali o grazie a grandi azionisti di riferimento, l'ossatura della proprietà delle banche quotate è rigida, fortemente accentrata, sotto il rischio di conflitti d'interesse.

Valore medio	22,5
n. banche sopra la media	13
n. banche sotto la media	18
n. banche in media (tra 21 e 23)	1
Proprietà - valore medio	12,8
<i>n. banche sopra la media</i>	<i>13</i>
<i>n. banche sotto la media</i>	<i>16</i>
<i>n. banche in media (tra 12,30 e 13,30)</i>	<i>3</i>
Amministrazione - valore medio	9,7
<i>n. banche sopra la media</i>	<i>9</i>
<i>n. banche sotto la media</i>	<i>12</i>
<i>n. banche in media (tra 9,20 e 10,20)</i>	<i>11</i>

I numeri confermano che gli accordi parasociali sono ampiamente presenti e la dove non lo siano, emergono alternativamente azionisti determinanti che rendono i patti di sindacato in qualche modo superflui.

Su un totale di 32 banche, 17 (il 53,13%) non presentano al loro interno accordi parasociali, ma 12 di esse hanno azionisti "pesanti" che variano la propria partecipazione da un terzo del capitale a sopra la metà.

Solo 5 (15,6% del totale) delle Banche esaminate sono caratterizzate da un azionariato diffuso, vale a dire da una proprietà composta solo da azionisti che detengono partecipazioni inferiori al 5% del capitale sociale, e che non subiscono meccanismi decisionali extra assembleari e parasociali (per lo Star sono la Banca Popolare di Intra e la Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, per l'Indice S&P MIB 40 sono la Banca Popolare di Milano e la Banca Popolare di Verona e Novara, tra le altre il Credito Valtellinese).

Ma se escludiamo i vincoli statutari del voto *capitario* (questione affrontata in precedenza) possiamo dire che in Italia non esiste una sola Banca quotata che abbia una struttura della proprietà “naturalmente diffusa” come molte grandi banche estere.

Si può affermare che l'intero sistema bancario italiano (in attesa di eventuali modificazioni anche legati ai recenti sviluppi su BNL e Antonveneta) non ha recepito il modello della *public company*.

Sul lato dei potenziali conflitti di interesse, emerge che 7 banche (il 22%) hanno un azionista che detiene oltre il 50% e nella maggior parte dei casi svolge altre attività potenzialmente in conflitto (e talvolta esso compete nel medesimo mercato). Inoltre, per la maggioranza degli Amministratori, il potenziale conflitto d'interessi sarebbe appesantito dal cumulo d'incarichi all'interno dei rispettivi gruppi, in particolare all'interno delle controllanti ³¹.

In generale, la *governance* appare di più alta qualità nelle Banche appartenenti al Segmento Star, grazie all'assenza di accordi parasociali, al maggiore grado di indipendenza dei Consiglieri e della funzione di controllo .

Le banche presenti nell'Indice S&P MIB 40 presentano dati migliori per quanto riguarda il peso del maggiore azionista,

RISULTATO SCOMPOSTO	MEDIA PROPRIETA'	MEDIA AMM.ZIONE	TOTALE
BANCHE S&P MIB 40	13,46	9,54	23,00
BANCHE dello STAR	14,5	11	25,5
ALTRE BANCHE	11,57	9,50	21,07

risultati che però vengono controbilanciati dalla presenza di accordi parasociali e dal minor grado d'indipendenza dei Consiglieri, sia rispetto alle banche dello Star che alle altre banche.

Le banche non appartenenti né allo Star né all'Indice S&P MIB 40 presentano – in generale – dati sotto la media.

³¹ Si citano anche i risultati dello Studio sul sistema bancario presenti nella “NOTA ANNUALE - MERCATO AZIONARIO ITALIANO & LA RESPONSABILITA' SOCIALE D'IMPRESA - Rating AEI: Indice bancario, S&P MIB 40 e Segmento Star a confronto”, una pubblicazione dell'Ufficio Studi AEI (Bruxelles, 27 dicembre 2004). Oppure alcune considerazioni pubblicate in occasione del Rating al sistema bancario italiano pubblicato da AEI nel febbraio 2004.

	S&P MIB	STAR	ALTRE
Consiglieri (Totale)	218	63	179
Consiglieri indipendenti	134	36	107

I **Consiglieri di Amministrazione delle Banche** quote italiane sono 460, di questi, secondo il Codice di Autodisciplina e le Relazioni presentate alla Borsa Italiana, 277 sono **Consiglieri indipendenti** (il 60%).

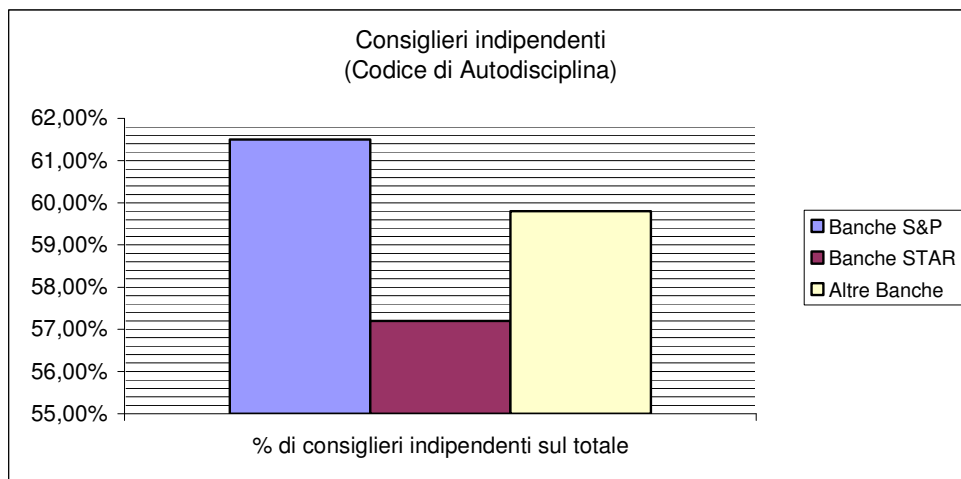
	Banche S&P	Banche STAR	Altre Banche
% di consiglieri indipendenti sul totale	61,50%	57,20%	59,80%

Un quota importante che testimonia la necessità di alleggerire il rapporto con gli azionisti di maggioranza rendendo più indipendente il Consiglio di

Amministrazione. E' anche il risultato di un'impostazione dei controlli, spesso migliorata sotto l'influenza della Banca d'Italia, che caratterizza il settore creditizio e finanziario.

Per quanto riguarda lo Studio, il numero dei Consiglieri indipendenti secondo il Codice di Autodisciplina non è un dato utilizzato nella sua purezza. In linea con le Comunicazioni UE e le posizioni OCSE, AEI ha anche valutato altri aspetti, come ad esempio il cumulo di incarichi (si veda gli indicatori).

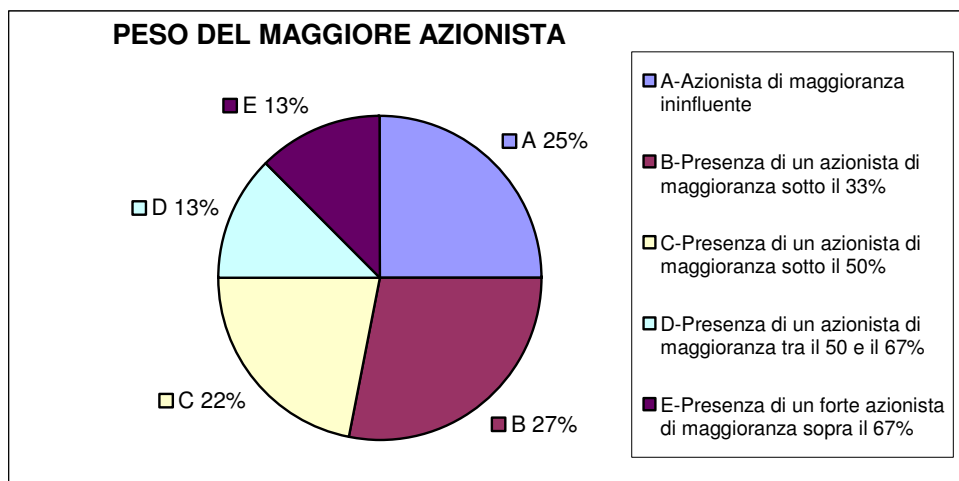
Il risultato dei dati così depurati, ha invertito la valutazione in favore delle Banche presenti nel Segmento Star, così come è stato evidenziato in precedenza.



Circa il peso del **maggiore azionista**, che è un elemento importante per valutare i rischi di potenziali conflitti di interesse, oltre un quarto delle Banche italiane quotate (il 26%)

sono controllate da un azionista con oltre il 50% del capitale. Una percentuale molto alta, se si considera che un altro 22% ha comunque un maggiore azionista che controlla una percentuale vicino al 50% (e che spesso adotta la strategia degli accordi parasociali per controllarne indirettamente la gestione).

Solo nel 25% dei casi (essenzialmente banche popolari però con la caratteristica del voto *capitario*), l'azionariato è effettivamente diffuso. In nessun caso l'azionariato è diffuso per "cause naturali".



In riferimento alla comparazione tra i valori sulla *Corporate Governance* ed i **Rating etici AEI** (del 2004), che includono anche aspetti socio-ambientali e relativi alla concorrenza, si nota una sostanziale omogeneità a riprova che comunque, nell'ambito del credito, il governo aziendale e la trasparenza richiesta, sono le più importanti cartine tornasole per un giudizio complessivo, che misuri anche il servizio che le Banche offrono alla comunità³².

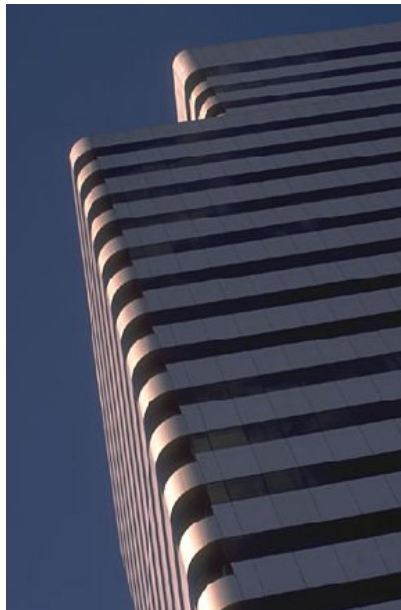
³² Per maggiori dettagli si rimanda al Sito www.agenziaeuropea.it.

Conclusioni Generali del Rapporto

A determinare le azioni necessarie a garantire il grado di trasparenza ed efficienza richiesto dall'OCSE e dalla UE in merito alla *Governance* dell'azienda, è, in primis, la natura degli azionisti e le loro caratteristiche.

Questo principio dovrebbe essere alla base delle azioni che un'impresa compie per definire ed aggiornare il proprio sistema di governo.

Una società ad azionariato diffuso (public company) ha problematiche diverse da una Società la cui proprietà è in modo rilevante nelle mani di un solo azionista, il quale potrebbe auto nominarsi 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.



In tutti i tre gli Studi precedenti, si sostiene che la buona *Corporate Governance* debba essere più efficiente ed attenta in termini di contrappesi e controlli, se chiamata a controbilanciare una proprietà che sia già in partenza potenzialmente foriera di conflitti d'interessi ed inefficienze.³³

Da qui l'augurio che uno schema unico per l'autodisciplina del governo aziendale per garantire i diritti degli azionisti e l'equo trattamento dei soci, sia considerato un punto di partenza e non un punto d'arrivo.

Che le aziende, nell'interesse del mercato (ed indirettamente della propria appetibilità verso gli investitori), si adeguino volontariamente e nella misura richiesta dalla loro condizione a degli standard più elevati, in qualche modo, come è già stato fatto dalle

³³ Per maggiori dettagli si rimanda al Sito www.agenziaeuropea.it ed agli studi di recente pubblicazione liberamente scaricabili in formato PDF.

Aziende di Stato e Municipalizzate privatizzate o/e quotate, le quali hanno con successo adeguato la *Corporate Governance* agli standard più attuali.

*

Se si mette da parte l'applicazione delle variabili AEI e le singole valutazioni che mostrano anche casi di eccellenza, e si osserva in che misura le aziende italiane prese in considerazione si adeguano anche formalmente alle **indicazioni volontarie sulla *Corporate Governance*** di matrice internazionale ed istituzionale come quelle provenienti dall'OCSE, dall'Unione Europea ed in misura minore dalle Nazioni Unite, il giudizio non è altrettanto positivo.

Sulla base delle indicazioni e delle informazioni pubbliche relative all'anno 2004, che attualmente sono ancora le più complete ed omogenee, non risultano Società dell'SP-MIB 40, del Segmento Star o delle Banche quotate, che abbiano autonomamente implementato il proprio governo aziendale sulla base del complesso delle *azioni volontarie* che sono consigliate dall'OCSE e dalla UE nei documenti ufficialmente approvati. Si segnalano saltuari richiami in qualche codice, ma in nessun caso vi è il segno di una formale, organica e chiara adesione agli specifici documenti ufficiali e la loro conseguente attuazione, almeno nella forma integrale.

Peraltro, anche sulla base dei dati provvisori del 2005 e delle notizie di implementazioni che alcune aziende hanno attuato nelle ultime settimane circa la loro *Governance*, non si notano evidenti inversioni di tendenza.

Per essere più diretti e ben compresi, è possibile fare un **esempio** su tutti: in nessun caso negli Statuti, nei Codici di Condotta o Codici etici o di Controllo (resi pubblici dalle aziende esaminate) le *Linee Guida delle Imprese Multinazionali dell'OCSE* sono formalmente prese a modello ed integralmente attuate in un regime di vigilanza interno ed indipendente.

Si è fatto, in questo caso, l'esempio delle *Linee guida OCSE* per citare un documento ufficiale presente dal 1976, noto agli esperti del diritto societario e d'organizzazione aziendale della Repubblica Italiana poiché da quest'ultima sottoscritto con l'impegno formale a promuoverne piena e completa diffusione anche attraverso uno specifico *Punto*

di Contatto Nazionale. Si è menzionato questo documento, tra gli innumerevoli menzionabili (come gli stessi *Principi di Corporate Governance dell'OCSE*) perché sono considerate, si può dire unanimemente, il caposaldo per ogni azione volontaria e non obbligatoria in materia di *Corporate Governance* e Responsabilità Sociale d'Impresa. Insomma un documento che nessuna Società quotata, o nessuno specialista della materia, può sindacarne l'autorevolezza o la totale centralità.

Se è vero, com'è vero, che la sola menzione (neppure applicazione) delle *Linee Guida*, è un fatto a dir poco eccezionale nel panorama italiano, si può desumere – in modo poco contestabile – il sostanziale disinteresse da parte del mondo imprenditoriale alle regole di *Governance* proposte dalle grandi organizzazioni internazionali. Disinteresse comprovato anche dal fatto che la stessa sorte tocca in ogni modo ad altri documenti e principi da qualche tempo promossi a livello internazionale. Sono infatti rare, se non del tutto assenti, azioni di rendicontazione pubblica e volontaria che informino gli investitori in modo organico delle *relazioni dirette ed indirette tra gli azionisti*, oppure, sono raramente presenti norme (non generiche) tese a regolare i conflitti d'interesse anche in relazioni *ai legami "speciali" o familiari* sottoponendoli ad una struttura di vigilanza indipendente dal C.d.A., sono rare le norme che intervengono a limitare e regolare il *cumulo di incarichi (interlocking directorship)*. Altrettanto raro è trovare un documento che contempra il rispetto del principio *comply or explain*. Solo per citare alcuni esempi.

La ragione di questo disinteresse non è chiara.

Essa non appare dai dati alla base degli Studi AEI poiché non è ancora sufficientemente diffuso l'uso di fornire un'apposita motivazione – organica e pubblica – delle proprie scelte tecniche e di principio in materia di governo societario e Responsabilità Sociale d'Impresa. La presenza di dichiarazioni d'intenti generiche e vaghe è ancora molto ampia. Parliamo di documenti che enunciano orientamenti generali ma che tralasciano di spiegare le ragioni per cui non vengono scelti – in tutto o in parte – determinati approcci (come quello, appunto, consigliato dall'OCSE), oppure quale sia la base (se c'è) religiosa, ideale, politica, morale a sostegno dell'etica d'impresa che si è sposata e come venga tecnicamente attuata.

Certo è che la mancata attuazione integrale delle indicazioni volontarie internazionali in materia di governo societario, s'inquadra nel diffuso arretramento che il sistema economico italiano sta soffrendo. Quale sia il rapporto tra la qualità della *Corporate*

Governance è la competitività aziendale non è dato calcolarlo. Almeno attraverso i dati qui raccolti. In via prudenziale è comunque consigliabile non escludere a priori che possa esservi una stretta relazione.

A riguardo, l'OCSE scrive sul *Preambolo dei Principi di Corporate Governance*: “*factors such as business ethics and corporate awareness of the environmental and societal interests of the communities in which a company operates can also have an impact on its reputation and its long-term success. Corporate Governance is one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence.*”

*

In conclusione al Rapporto si vuole fare una breve digressione intorno ad un'interessante



analogia storica sulla posizione dell'Italia, rilevando che la geopolitica mondiale sta forse nuovamente offrendo a questo paese la stessa straordinaria occasione di sviluppo economico che fu data ai suoi Comuni ed alle sue Signorie tra il XIII ed il XV Secolo.

Infatti, allora come oggi – e prima della scoperta dell'America – il vento del progresso economico soffiava da Est con tutti i benefici che sappiamo esserci stati per il Mediterraneo e per gli Stati che vi si affacciavano. L'Europa era più o meno un'unica entità politica a bassa coesione e fortemente decentrata, che però offriva una certa stabilità monetaria e geopolitica. Allora si trattava del Sacro Romano Impero, oggi dell'Unione Europea (strumento immensamente migliore ed ovviamente difficilmente comparabile se non nell'ambito di un esercizio del tutto teorico).

In ogni caso, allora come oggi, il pluralismo culturale, la diversità d'interessi, la libera (o anarchica) circolazione delle idee e delle merci pervadeva l'intera società prima che essa fosse soffocata dai nascenti stati nazionali, i quali asservivano le forze economiche e culturali alle necessità delle corti e del nuovo potere accentrato.

Poi la scoperta dell'America tagliò fuori il Mediterraneo dalle principali rotte commerciali e modificò l'assetto economico.

Pur trattandosi di un'analogia tutta da dimostrare, è indubbio che la fine della guerra fredda e lo sviluppo economico dell'oriente a rimesso in moto un meccanismo geopolitico che ripropone al Mediterraneo una centralità insperata.

Una centralità che sommata all'auspicata pace sulle coste orientali (tra Israele ed il mondo arabo), potrebbe consacrarsi in un vero e proprio boom economico.

I mercanti, gli uomini d'affari ed i finanziari italiani del XIV e XV Secolo diedero lezioni al resto d'Europa per la loro capacità di aggiornarsi e misurarsi costantemente con i progressi del resto del mondo, e sfruttando a proprio vantaggio la posizione geografica e politica della loro penisola seppero internazionalizzarsi come nessun altro allora era in grado di fare, e costruirono floride relazioni e commerci con le culture più lontane.

I loro sguardo, era costantemente rivolto all'estero.

© **Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics GEIE / EIEG – Bruxelles - (Aei Standard Ethics)**

All rights reserved

The Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics (Aei Standard Ethics), based in Bruxelles, is an Economic Interest European Group (EIEG) which aims at promoting company ethics, Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investments. This work is carried out according to the principles and guidelines of the United Nations, the Organisation for Economic Cooperation and Development and the European Union.

The activities of the AEI Standard Ethics include: issuing ethical ratings to companies and nations; research and training; monitoring and control. These activities are carried out according to three fundamental principles:

- *abstaining from suggesting independent ethical or social guidelines, and exclusive application and promotion of the principles and guidelines on corporate ethics of the United Nations, the OECD and the European Union;*
- *free availability of ratings to the general public;*
- *issuing ratings is not compatible with the supply of other services by AEI Standard Ethics.*

The "ethical" Ratings issued by AEI Standard Ethics is the result of statistical and scientific work carried out to take a snapshot of the economic world in relation to ethical principles promoted by the large international organisations.

This entails a two-fold commitment: supplying a frame of reference for studies on Corporate Social Responsibility and disseminating and promoting a culture based on company ethics in relation to the UN, OECD and EU principles by highlighting the most virtuous cases. Under no circumstances, therefore, does AEI Standard Ethics, through publishing Ratings, intends to solicit the purchase or sale of securities by any issuer.

Any part of this publication may be reproduced only by mentioning the "AEI - Standards Ethics"