

**DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT**

**Cattedra di Corporate Governance and Internal Auditing**

**LA CORPORATE GOVERNANCE IN FRANCIA**

**RELATORE:**

**Chiar.mo Prof.**

**Giovanni Fiori**

**CANDIDATO:**

**Claudia Pizzichini**

**Matr. 654091**

**CORRELATORE:**

**Chiar.ma Prof.ssa**

**Maria Federica Izzo**

**Anno Accademico 2012 - 2013**



# INDICE

## INTRODUZIONE

## CAPITOLO I

### LA CORPORATE GOVERNANCE

#### 1. INTRODUZIONE AL CONCETTO DI CORPORATE GOVERNANCE

- 1.1 Il caso Enron e la crisi
- 1.2 Cosa è e perché ha assunto l'importanza odierna
- 1.3 Le istituzioni europee e la corporate governance

#### 2. CORPORATE GOVERNANCE IN FRANCIA ED ASSETTI PROPRIETARI

- 2.1 Un complesso quadro storico
  - 2.1.1 Il ruolo delle banche e il *self financing*
  - 2.1.2 Il diritto di eredità
  - 2.1.3 Il ruolo dello Stato

#### 2.2 La situazione attuale

#### 3. CORPORATE GOVERNANCE IN FRANCIA ED AGENCY THEORY

- 3.1 Agency Theory type I e Type II
- 3.2 Disclosure e amministratori indipendenti come metodo di risoluzione dell'Agency problem
  - 3.2.1 Relazione tra control mechanism – disclosure e amministratori indipendenti
- 3.3 Corporate Governance e disclosure in Francia

## CAPITOLO II

### UN ARTICOLATO QUADRO NORMATIVO

#### 1. SOFT REGULATION E DIRITTO POSITIVO

#### 2. CG E REPORTS

#### 3. LA SOFT REGULATION FRANCESE

##### 3.1 Il Codice AFEP-MEDEF

###### 3.1.1 Campo d'applicazione del Codice AFEP-MEDEF

###### 3.1.2 *Comply or Explain*

##### 3.2 L'AFG e le sue raccomandazioni

##### 3.3 Le raccomandazioni dell'AMF

#### 4. CG E RIFORME LEGISLATIVE

## CAPITOLO III

### L'ATTUALE DISCIPLINA DELLA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETA' QUOTATE

#### 1. ASSEMBLEA

##### 1.1 Diritti ed informazioni pre assembleari

###### 1.1.1 Convocazione e accesso ai documenti societari

###### 1.1.2 Diritto di espressione dei soci

##### 1.2 Partecipazione e diritto di voto

1.2.1 *Say on pay*

1.3 Informazioni post assembleari

1.4 Protezione degli azionisti di minoranza

## 2. ORGANO DI GESTIONE

2.1 Organizzazione e struttura

2.1.1 Sistema dualistico

2.1.2 Sistema monistico

2.1.3 La situazione attuale

2.2 Composizione del CDA

2.2.1 Il mandato

2.2.2 Condotta e obblighi degli amministratori

2.2.3 Rappresentati dei lavoratori

2.2.4 Amministratori indipendenti

2.2.5 *Board diversity*

2.3 Comitati consiliari

2.3.1 Comitato audit

2.3.2 Comitato per le remunerazioni e regole di determinazione della remunerazione

2.3.3 Comitato nomine

2.3.4 Ricorso ai comitati consiliari

## 3. CONTROLLO SOCIETARIO

3.1 *Commissaire aux Comptes*

3.1.1 Nomina e mandato

3.1.2 Requisiti ed obblighi del CAC

3.1.3 Missione

3.2 *Comitè d'Entreprise*

3.3 *Expert de Gestion*

## 4. CORPORATE GOVERNANCE IN FRANCIA E PRINCIPI OECD

## CAPITOLO IV

### FOCUS: IL RUOLO DELLE DONNE DEI CDA FRANCESI

1. EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA

2. LA LEGGE COPE' -ZIMMERMANN

3. LA SITUAZIONE ATTUALE

4. LE DONNE NEI CDA

5. CONCLUSIONI

CONCLUSIONI

## INTRODUZIONE

Nel 2001 la Enron Corporation, multinazionale statunitense operante nel settore dell'energia, dopo aver avuto nei precedenti dieci anni una crescita molto rapida e aver visto decuplicato il proprio valore, diventando una delle più importanti società degli Stati Uniti, improvvisamente fallì conducendo al baratro azionisti e dipendenti.

Nel giro di tre mesi le azioni Enron, considerate solidissime, persero tutto il loro valore bruciando più di sessanta miliardi di dollari.

Fu proprio a causa della vicenda della Enron Corporation e a tutti gli scandali che ad esso seguirono, che divenne chiaro alle moderne economie che le gravi carenze nelle regole del governo societario degli enti avevano contribuito a generare la crisi e che quindi fosse necessario un cambiamento di rotta forte e decisivo nella regolamentazione delle società quotate.

Fu così che in Francia, come nel resto del mondo, iniziarono ad essere effettuati importanti interventi in tema di Corporate Governance.

In Francia tali progressi, più che attraverso interventi legislativi, si sono realizzati per mezzo dell'autoregolamentazione e quindi tramite codici di autodisciplina (come quello dell'AFEP<sup>1</sup> e MEDEF<sup>2</sup>) e raccomandazioni di associazioni professionali (quali l'IFA<sup>3</sup> e l'AFG<sup>4</sup>).

Questi ultimi non vennero realizzati né al fine di aggirare la legge né per essere posti in una posizione di concorrenza rispetto a questa.

Si tratta piuttosto "ambizioni", obiettivi che le imprese stesse si sono imposte.

---

<sup>1</sup> *Association française des entreprises privées*

<sup>2</sup> *Mouvement des entreprises de France*

<sup>3</sup> *Institut Française des Administrateurs*

<sup>4</sup> *Association Française de la gestion financière*

La *soft regulation* ha dunque avuto un ruolo preponderante nel definire le regole del governo delle società quotate francesi.

Il legislatore tuttavia non ha mancato di intervenire in tema di CG.

Esso infatti, modificando l'ormai obsoleta legge fondamentale francese sulle società commerciali del 1966 ha provveduto, a partire dal 2001, a recepire le direttive comunitarie intervenute nel frattempo e a conferire ufficialità alle raccomandazioni già contenute nei codici di autodisciplina delle associazioni professionali.

Tra i principali interventi legislativi abbiamo la legge sulla *Nouvelle Regulation Economique* del 2001 (NRE) e la *Loi de Sécurité Financière* del 2003 (LSF).

Tutti questi interventi, e soprattutto la molteplicità delle loro fonti, se da un lato hanno fatto sì che gli standards di CG francesi siano attualmente ai più alti livelli internazionali, eccedendo persino quelli raccomandati dall'OECD, dall'altro hanno talvolta ingenerato il caos.

Non è infatti semplice per le società (quotate) destreggiarsi tra la moltitudine di obblighi, talvolta non concordanti, provenienti dalle diverse fonti.

L'obiettivo della presente trattazione è pertanto quello di riportare ad unitarietà una disciplina estremamente complessa e frastagliata come quella della Corporate Governance al fine di far emergere chiaramente il complesso di diritti ed obblighi posti in capo alle società quotate francesi.

Per fare ciò sarà necessario in primo luogo dare una spiegazione del concetto stesso di Corporate Governance e dei motivi per cui ha assunto l'importanza odierna.

Dopodiché risulterà indispensabile analizzare quella che è attualmente la struttura proprietaria tipica delle società francesi e ricercare le ragioni storiche che hanno condotto a tale assetto.

Verrà poi dedicata una apposita sezione all'illustrazione della Teoria di Agenzia, indispensabile per comprendere le ragioni che hanno spinto il

legislatore e le associazioni professionali ad articolare in un determinato modo il rapporto tra proprietari, gestori e controllori.

Verrà inoltre dato conto dell'esistenza di diversi tipi di *Agency Problems* ed illustrate le principali differenze tra di essi.

Il secondo capitolo sarà interamente dedicato alla definizione del quadro normativo.

In tale sede saranno illustrati i diversi interventi, tanto di *soft regulation* quanto di diritto positivo, emersi nel corso degli anni fino ad arrivare alla esposizione dell'attuale assetto normativo applicabile alle società per azioni quotate francesi.

Saranno inoltre trattate nel dettaglio le linee guida sulla CG provenienti dalle organizzazioni private francesi (che costituiscono i migliori esempi di *soft regulation*), ovvero il codice dell'AFEP (*Association française des entreprises privées*) e del MEDEF (*Mouvement des entreprises de France*), quello della AFG (*Association Française de la gestion financière*) nonché le raccomandazioni dell'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*), equiparabile alla nostra CONSOB.

Il terzo capitolo sarà invece interamente dedicato allo studio puntuale delle regole di CG, provenienti dai codici di autodisciplina e dalle leggi, applicabili ai diversi organi societari.

Verrà quindi riportata a sistematicità tutta la disciplina applicabile all'Assemblea dei soci, all'organo di Gestione e ai soggetti incaricati del Controllo.

Nello specifico, con riferimento all'Assemblea degli azionisti, saranno evidenziati gli obblighi provenienti dai codici di *best practice* con riferimento all'informazione pre e post assembleare nonché l'insieme di regole atte a tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza.

Trattando dell'organo di gestione verranno dapprima illustrati i due sistemi alternativi che le società possono adottare, ovvero il dualistico ed il monistico, e sarà dato conto delle preferenze emerse al riguardo negli ultimi anni.

Sarà poi trattata nel dettaglio la composizione dell'organo di gestione dedicando particolare attenzione al tema degli amministratori indipendenti e della raccomandazione, proveniente dai codici di autodisciplina, di istituire specifici comitati consiliari.

Sarà poi analizzato il complesso sistema dei Controlli societari, trattando nello specifico del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (*Commissaire aux Comptes*) e di due ulteriori figure previste dall'ordinamento francese, il *Comitè d'Entreprise* e *Expert de Gestion*.

L'ultima parte del terzo capitolo sarà dedicata ad un'analisi dei principi OECD e della rispondenza o meno della Corporate Governance francese ad essi.

Verranno infatti estrapolati i singoli principi OECD e, analizzando tutta la disciplina esistente, valutato se essi siano stati rispettati o meno.

Il quarto capitolo sarà un focus su uno aspetto che considero di grande interesse e che ha fatto sì che la Francia si distinguesse, in positivo, dagli altri Paesi dell'Unione Europea ovvero il ruolo delle donne nei Consigli di Amministrazione.

Come verrà illustrato nel dettaglio, quella della presenza delle donne, non rappresenta una semplice raccomandazione (che come tale può essere disattesa, fatto salvo l'obbligo del *comply or explain*) ma deriva da una legge del Parlamento emanata nel 2011 e che, nel giro di pochissimo tempo, ha dato dei risultati straordinari.

La Francia, con una presenza media del 24% di donne nei Consigli di Amministrazione, si "classifica" prima tra i Paesi comunitari quanto al rispetto effettivo delle *quotas* e l'indice di borsa CAC40 è divenuto il numero uno in materia di pari opportunità, davanti al Dow Jones e al Footsie.

# CAPITOLO I

## LA CORPORATE GOVERNANCE

### 1. INTRODUZIONE AL CONCETTO DI CORPORATE GOVERNANCE

#### 1.1 IL CASO ENRON E LA CRISI

Nel 2001 la Enron Corporation, multinazionale statunitense operante nel settore dell'energia, dopo aver avuto nei precedenti dieci anni una crescita molto rapida e aver visto decuplicato il proprio valore diventando una delle più importanti multinazionali degli Stati Uniti, improvvisamente fallì.

Nel giro di tre mesi le azioni Enron, considerate solidissime, persero tutto il loro valore bruciando più di sessanta miliardi di dollari.

Tale fallimento condusse al baratro molti azionisti e dipendenti che, in seguito al fallimento, vennero licenziati in massa.

Ma lo scandalo Enron non determinò effetti negativi solo all'interno dei confini statunitensi. La società infatti aveva accumulato negli anni ben dieci miliardi di dollari di debito con banche di tutto il mondo. Tali istituti di credito, trovandosi in difficoltà data l'impossibilità di recuperare il debito della Enron, iniziarono ad esercitare pressioni su altre società che si erano rivolte a loro per ottenere finanziamenti, determinandone il fallimento.

Inoltre, molte società di assicurazione, nell'incapacità di rimborsare le perdite, crollarono.

Fu solo in seguito allo scandalo che si scoprì che la Enron, attraverso "trucchi" contabili ed una fitta rete di società situate in paradisi fiscali ad essa legate,

riusciva a dimostrare di essere sottoposta ai severi controlli derivanti dal legame con altre società, evadere quasi tutte le sue tasse e a gonfiare i profitti, mantenendo così stabile il valore delle sue azioni anche nei periodi di crisi<sup>5</sup>.

## 1.2 COSA E' LA CORPORATE GOVERNANCE E PERCHE' HA ASSUNTO L'IMPORTANZA ODIERNA

In seguito alla vicenda della Enron Corporation e a tutti gli scandali che ad esso seguirono, fu chiaro a tutte le moderne economie che le gravi carenze nelle regole del governo societario degli enti avevano contribuito a generare la crisi<sup>6</sup> e che quindi fosse necessario un cambiamento di rotta forte e decisivo nella regolamentazione delle società quotate.

Fu così che in Francia, come nel resto del mondo, iniziarono importanti interventi in tema di corporate governance<sup>7</sup>.

Prima di analizzare nel dettaglio quelle che sono le principali novità emerse nell'ordinamento francese, ritengo opportuno soffermarmi brevemente sul concetto stesso di corporate governance (da adesso in avanti CG).

Per CG si intende l'insieme di regole che determinano il “modo in cui le società quotate devono essere gestite e controllate”<sup>8</sup>.

---

<sup>5</sup> *Lo scandalo Enron*,  
<http://www.fisicamente.net/GUERRA/index-234.htm>

<sup>6</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final, Strasburgo, 2012, p.3,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>7</sup> M. Menjucq, *Corporate Governance issuers in France*, Londra, BIICL, 2006, p. 1003.

<sup>8</sup> J. Simon, *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF* in *Le petit juriste*, 2011,  
<http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

Il governo societario definisce infatti le relazioni tra la dirigenza della società, il suo consiglio, i suoi azionisti e le altre parti interessate<sup>9</sup>.

Esso ha dunque l'obiettivo di garantire l'equilibrio dei poteri all'interno dell'impresa<sup>10</sup>.

Una buona CG si fonda sulla capacità dell'impresa di evolversi ed adattarsi alle problematiche emergenti, ai cambiamenti esterni economici, sociali e finanziari<sup>11</sup> ed è di fondamentale importanza perché una società ben gestita è più competitiva e sostenibile<sup>12</sup>. Infatti, laddove vi siano chiare regole di CG, il mercato nel suo complesso avrà maggiore fiducia nell'affidabilità delle società. E' proprio da questa fiducia che molti studiosi fanno discendere una semplice equazione: maggiore fiducia corrisponde a maggiore possibilità di credito; più credito equivale a maggiori investimenti; gli investimenti portano alla crescita e quest'ultima determina maggiore impiego<sup>13</sup>.

---

<sup>9</sup> OCSE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, p. 11,  
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

<sup>10</sup> Recommandation AFG, 2013, p. 1,  
[http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en](http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en)

<sup>11</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p. 128,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

<sup>12</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final Strasburgo, 2012, p.3,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>13</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p. 127,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

Di conseguenza una buona CG determina effetti positivi non solo sul piano dell'efficienza economica interna ma anche sul piano sociale.

Un altro aspetto caratterizzante la CG è l'autoregolamentazione.

La maggior parte delle regole che determinano il governo societario è infatti frutto dell'elaborazione delle società stesse o delle organizzazioni professionali ad esse riferibili mentre, solo in misura modesta, risulta essere di origine legislativa<sup>14</sup>.

La presenza di codici di autodisciplina o raccomandazioni non deve però far cadere in errore; essi non sono “concorrenti” della legge.

Piuttosto rappresentano linee guida, best practice (talvolta dal valore vincolante) che le società si impongono al fine di garantire una efficiente CG con conseguente vantaggio del mercato<sup>15</sup>.

Come sarà esposto ampiamente nel proseguo della trattazione, il codice di autodisciplina delle società quotate francesi redatto dell'Afep (*Association Française des Entreprises Privées*) e dal Medef (*Mouvement des Entreprises de France*) si posiziona ai più alti livelli quanto al rispetto di standards europei ed internazionali. Esso delinea un quadro molto esigente delle regole di governance che le società quotate si impegnano a rispettare<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> J.Simon , *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF* in *Le petit juriste*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>15</sup> *Ibidem*

<sup>16</sup> Rapport annuel (2012) sur l'application du code Afep – Medef, <http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiqués-de-presse/communiqués-de-presse/article/rapport-annuel-2012-sur-lapplication-du-code-afep-medef-1.html>

### 1.3 LE ISTITUZIONI EUROPEE E LA CG

Anche le istituzioni europee sono intervenute con varie iniziative volte a definire un “quadro moderno ed efficiente in materia di diritto delle società e governo societario”<sup>17</sup>.

Il quadro europeo in materia di CG è rappresentato da una “combinazione di legislazione ed atti non vincolanti”<sup>18</sup>.

Uno dei primi significativi interventi in tal senso risale al 2003.

Il Piano d’azione del 2003<sup>19</sup> aveva come obiettivo quello di ammodernare il diritto societario ed elevare gli standard di CG<sup>20</sup>.

Tra le priorità di tale Piano vi erano l’istituzione di un set di regole tese a rafforzare i diritti ed il ruolo degli azionisti, aumentare il livello di trasparenza con riferimento alla remunerazione degli amministratori delle società quotate<sup>21</sup>, *accounting* e *financial information*, chiarificare il ruolo degli amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi<sup>22</sup> e raccomandare l’adozione di comitati *audit*<sup>23</sup>.

---

<sup>17</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final Strasburgo, 2012, p. 2, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>18</sup> *Ivi*, p.3

<sup>19</sup> Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell’Unione europea- Un piano per progredire*, COM 2003/284/final.

<sup>20</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R., *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.302.

<sup>21</sup> Raccomandazione Commissione europea 2004/913/CE

<sup>22</sup> Raccomandazione Commissione europea 2005/162/CE

<sup>23</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R., *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.302.

Tuttavia, alla luce dei cambiamenti intervenuti e dei nuovi sviluppi che hanno interessato l'economia negli ultimi anni, nel 2010 la Commissione è nuovamente intervenuta con la comunicazione "Europa 2020"<sup>24</sup>.

Essa, definendo un quadro aggiornato in materia di diritto societario e governo delle società, "sollecitava il miglioramento del contesto in cui operavano le imprese in Europa"<sup>25</sup>.

Solo un anno dopo, date le carenze riscontrate nell'applicazione da parte dei Paesi membri delle raccomandazioni contenute nella Comunicazione "Europa 2020", la Commissione è nuovamente intervenuta adottando il "Libro verde sul quadro dell'Unione europea in materia di governo delle società"<sup>26</sup>.

Esso ha avuto il merito di avviare una discussione volta all'individuazione delle modalità per perfezionare ed innovare il sistema di governo societario delle società quotate europee<sup>27</sup> ed accrescere l'efficacia delle norme vigenti.

Anche il Parlamento europeo è poi intervenuto al fine di evidenziare l'importanza delle regole di CG per le società in generale attraverso una risoluzione adottata nel marzo del 2012<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> Comunicazione della Commissione: *Europa 2020: Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM 2010/ 2020/ final.

<sup>25</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final Strasburgo, 2012, p.2,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>26</sup> COM 2011/164/final,  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2).

<sup>27</sup> CONSOB: *le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*,  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi\\_analisi/quaderni\\_giuridici/qg3.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html)

<sup>28</sup> Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cfr. punto 41, P7\_TA(2012)0118,  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0118+0+DOC+XML+V0//EN&language=EN>.

Nel dicembre 2012, a Strasburgo, è stato infine adottato un secondo Piano d'azione (successivo a quello del 2003<sup>29</sup>) denominato “Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili”<sup>30</sup>.

Tale Piano sottolinea espressamente la necessità di ammodernare ulteriormente il sistema al fine di renderlo idoneo a rispondere alle necessità di crescita duratura e alla competitività delle imprese<sup>31</sup>.

Attraverso il Piano d'azione la Commissione ha voluto dettare le linee d'azione da perseguire sia con riferimento al settore della CG delle società quotate sia a quello del diritto societario<sup>32</sup>.

Nel Piano d'azione 2012 sono definite tre principali linee di intervento:

- incrementare il livello di trasparenza tra le società ed i loro azionisti. Le società devono essere in grado di fornire agli investitori (e alla società in generale) adeguate informazioni circa il loro Governo societario. Inoltre le società devono essere messe nella condizione di

---

<sup>29</sup> Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea- Un piano per progredire*, COM 2003/284/final.

<sup>30</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final Strasburgo, 2012,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>31</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p. 129,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

<sup>32</sup> CONSOB: *le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*,  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi\\_analisi/quaderni\\_giuridici/qg3.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html)

- conoscere l'identità dei loro azionisti e le relative politiche di voto (con particolare riguardo a quelle degli investitori istituzionali);
- incoraggiare e facilitare l'impegno a lungo termine degli azionisti. In particolare la Commissione intende far sì che gli azionisti abbiano maggiori diritti e poteri, compreso il diritto ad ottenere informazioni *pre* e *post* assembleari, quello di controllare le politiche retributive degli amministratori e monitorare le operazioni con parti correlate;
  - sostenere la crescita delle imprese e la competitività, soprattutto semplificando le operazioni di tipo transfrontaliero<sup>33</sup>.

E' opportuno precisare che le norme UE in materia di CG si applicano solo alle società quotate in borsa.

## 2. CG IN FRANCIA E ASSETTI PROPRIETARI

### 2.1 UN COMPLESSO QUADRO STORICO

Il modello francese di *corporate ownership* è chiamato *insider model* (al contrario dall'anglo-americano *outsider model*) per la presenza di una proprietà estremamente concentrata (in luogo dell'ampia dispersione di proprietà tipica di USA e UK).

Illustri studiosi<sup>34</sup>, analizzando le economie di diversi Paesi, hanno individuato un legame, seppur non immediato, tra struttura proprietaria e sistema legale.

---

<sup>33</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final Strasburgo, 2012, p. 4,

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

Essi infatti hanno osservato che, nei Paesi di common law vi è una forte protezione legale degli investitori esterni mentre in quelli di civil law (come la Francia) la protezione per tali investitori è molto più debole.

Da qui deriverebbe la struttura proprietaria: è indubbio infatti che i soggetti preferiranno investire in un Paese caratterizzato da forte protezione dei propri diritti (common law), piuttosto che in Paesi in cui questi ricevono una scarsa tutela. Conseguentemente, laddove la tutela è minore, la proprietà finirà per essere estremamente concentrata.

Se queste conclusioni sono corrette, è però altrettanto corretto evidenziare che alla base di un certo tipo di struttura proprietaria vi sono anche importanti ragioni storiche che hanno prodotto forti shock e ripercussioni nelle generazioni seguenti, plasmando profondamente le abitudini di investimento e la psiche della collettività<sup>35</sup>.

Prima di analizzare le ragioni storiche che hanno determinato l'attuale *corporate ownership* francese, è opportuno fare una precisazione circa le modalità di finanziamento dell'attività d'impresa.

Le società hanno principalmente tre opzioni tra cui scegliere: rivolgersi alle banche, rivolgersi al mercato oppure "autofinanziarsi" ricorrendo ai profitti generati.

Le prime due forme di finanziamento conducono ad una diluizione della proprietà mentre l'ultima assicura la concentrazione proprietaria.

In Francia, gli avvenimenti degli ultimi trecento anni hanno determinato una struttura bancaria e del capitale molto debole a causa della quale, fino ad anni recenti, si è registrato un massiccio ricorso al *self-financing* che, a sua volta,

---

<sup>34</sup> R. La Porta , F. Lòpez-de-Silanes, A. Shleifer , *Corporate ownership around the world* in *The Journal of Finance*, vol. 54, n.2, aprile 1999, p.491.

<sup>35</sup> A.E. Murphy, *Corporate Ownership in France, the importance of History* in R.K. Morck, *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, p.186.

ha generato un'ampia concentrazione della proprietà (soprattutto nelle mani delle famiglie)<sup>36</sup>.

Tre sono i fattori che hanno particolarmente influenzato la struttura proprietaria delle società francese:

- i gravi “traumi finanziari” del 1800 che hanno generato la debolezza del sistema bancario e del mercato del capitale;
- i cambiamenti in materia di diritto di eredità;
- il ruolo dello Stato<sup>37</sup>.

### 2.1.1 IL RUOLO DELLE BANCHE E IL SELF-FINANCING<sup>38</sup>

Nel diciottesimo secolo la Francia fu spesso coinvolta in guerre sia all'interno dei propri confini sia all'esterno.

Tale instabilità politica portò con sé anche una profonda instabilità finanziaria. La guerra e le rivoluzioni comportarono infatti ingenti spese che determinarono un sovra sfruttamento del sistema bancario e del mercato dei capitali che, pertanto, non furono più in grado di supportare economicamente il settore privato.

Nei primi anni del 1700, alla morte di Luigi XIV, la Francia si trovò in una situazione di sostanziale bancarotta.

Fu in questo periodo che lo scozzese John Law creò un sistema volto a ridisegnare l'architettura del sistema finanziario, riducendo la carenza di denaro e l'indebitamento dello Stato.

---

<sup>36</sup> A.E. Murphy, *Corporate Ownership in France, the importance of History* in Morck R.K., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, p.186.

<sup>37</sup> *Ibidem*.

<sup>38</sup> *Ivi*, p.191 ss.

Nel 1716 Law fondò la “*Banque Générale*” che si prese carico di parte del debito dello Stato e, solo un anno dopo, fondò la *Compagnie d’Occident* la quale ottenne il monopolio commerciale con la Louisiana francese (un territorio che allora rappresentava la metà dell’attuale territorio degli Stati Uniti).

Nel 1718 la *Banque Générale* divenne *Banque Royale* e la *Compagnie d’Occident* si fuse con la Compagnia delle Indie dell’est e della Cina costituendo la Compagnia delle Indie.

Per qualche tempo il *Law’s System* funzionò: l’economia fiorì, il denaro fu disponibile ed il debito pubblico sembrò scomparire.

Tuttavia si trattava solo di un equilibrio temporaneo.

Il sistema finanziario di Law infatti non poteva funzionare nell’economia reale.

Ben presto fu evidente che la crescita dell’economia (in termini di offerta di beni) non era sufficiente per assorbire l’ingente quantitativo di denaro disponibile.

Si generò quindi una iper inflazione che costrinse Law ad abbandonare il suo progetto e la Francia.

Tutto ciò condusse ad una forte reazione ostile nei confronti di banche, credito ed innovazioni del sistema finanziario e determinò un ritorno al passato.

In un Paese ormai privo di un sistema bancario, i notai assunsero un ruolo centrale diventando dei surrogati delle banche.

Negli ultimi anni del 1700, per finanziare i primi passi della Rivoluzione, vennero istituiti i così detti *assignants*, carta moneta derivante principalmente dalla confisca di proprietà ecclesiastiche e divenuti ufficiale moneta di acquisto nel 1790.

Tuttavia in pochi anni gli *assignants* in circolazione divennero così tanti da generare nuovamente, a pochi anni dal fallimento del *Law’s system*, iper inflazione.

Tutto ciò andò a rafforzare nei francesi una forte avversione verso il sistema bancario e le innovazioni finanziarie in genere.

Fallito anche il tentativo degli *assignants* si ritornò all'uso delle monete metalliche che rimasero il principale mezzo di pagamento fino alla prima guerra mondiale.

Fu solo nella seconda metà del 1900 che, non senza difficoltà, le banche commerciali francesi furono effettivamente in grado di svilupparsi.

In un contesto del genere, caratterizzato dal sottosviluppo del sistema bancario e da una forte avversione psicologica ad esso, gli imprenditori poterono affidarsi solo alle proprie risorse per finanziare le proprie attività.

Il *self-financing* ha pertanto rappresentato la normale fonte di sviluppo delle società francesi ed ha condotto al tipico assetto proprietario d'oltralpe: proprietà estremamente concentrata nelle mani delle famiglie fondatrici.

### 2.1.2 IL DIRITTO DI EREDITA'<sup>39</sup>

In Francia vi fu un ulteriore fattore storico che andò a rafforzare la pratica dell'autofinanziamento delle imprese e rese predominante il ruolo delle famiglie: il cambiamento della legge disciplinante il diritto di eredità introdotto dal *code Napoleon*.

Esso andò ad eliminare il regime di "primogenia" esistente durante la rivoluzione, introducendo un sistema basato sull'equa ripartizione dei diritti di proprietà tra tutti i membri della famiglia.

Sulla base di questa nuova legge, nessun figlio poteva essere diseredato, neanche quello che, eventualmente, non presentava le qualità naturali adatte a ricevere le proprietà in eredità (il c.d. *héritier idiot*).

---

<sup>39</sup> A.E. Murphy, *Corporate Ownership in France, the importance of History* in Moreck R.K., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, p.187.

Al fine di educare tutti i propri figli ad essere in grado di gestire al meglio le imprese di famiglia, in modo da poterle trasferire alle generazioni future, le famiglie-imprese ricorsero sempre più spesso al sistema scolastico delle *grandes écoles*.

Si riteneva infatti che “ogni generazione rappresenti solamente il custode temporaneo del patrimonio familiare ed abbia quindi l’obbligo di trasferirlo nella condizione migliore alle generazioni successive”.

Tutto ciò andò a rafforzare ulteriormente il ruolo delle famiglie nella *corporate ownership*.

### 2.1.3 IL RUOLO DELLO STATO

Nel delineare un quadro storico completo è necessario fare un breve accenno a quello che è stato ed è attualmente il ruolo dello Stato nell’economia francese. Già dal 1600 e dai giorni di Colbert, lo Stato ha rappresentato il principale player dell’economia d’oltralpe<sup>40</sup>.

Il segno più evidente della sua presenza era dato dalla proprietà diretta della maggior parte delle grandi imprese<sup>41</sup>. A titolo esemplificativo, nel 1981, a seguito dell’elezione di Mitterand, lo Stato possedeva ben tredici delle venti più grandi società del Paese (tra cui tutte le società di credito)<sup>42</sup>.

Quanto alle società private, esse si caratterizzavano per essere a proprietà estremamente concentrata (vedi *supra*), e tale caratteristica di *corporate ownership* era accentuata e rafforzata dal fatto che lo Stato prediligeva avere

---

<sup>40</sup> A.E. Murphy, *Corporate Ownership in France, the importance of History* in Morck R.K., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, p.187.

<sup>41</sup> P.A. Culpepper, P.A. Hall, B. Palier, *La France en mutation, 1980-2005*, Paris: Sciences Po, les Presses, 2006, p.44.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

rapporti commerciali proprio con società la cui struttura proprietaria era destinata a rimanere stabile nel tempo<sup>43</sup>.

Tuttavia, nel corso degli anni ottanta dello scorso secolo, gli economisti si resero conto che l'economia francese non avrebbe potuto prosperare se non fosse stata sottoposta ad una concorrenza più intensa e che ciò non sarebbe accaduto fin tanto che lo Stato avesse conservato la sua centralità.

Fu così che tra il 1986 ed il 1988 e poi dal 1993 si assistette ad una massiccia ondata di privatizzazioni.

Il piano di privatizzazioni del governo Chirac del 1986 fu uno dei maggiori tra i Paesi dell'OCSE.

Con una minuziosa legge quadro<sup>44</sup> venne istituita la *Commission de la privatisation* con il compito di sovrintendere a tutti i processi di privatizzazione.

Inoltre, “al fine di assicurare stabilità nel controllo delle società privatizzate, almeno negli anni immediatamente successivi al provvedimento, il governo cedette quote di controllo a un “nocciolo duro” di azionisti”<sup>45</sup>, il quale quindi assicurava che il controllo rimanesse in mani stabili e proteggeva il management dal pericolo di scalata.

Tali *noyaux durs* sono stati la caratteristica distintiva delle prime privatizzazioni alla francese.

Nel 1988, a seguito della sconfitta della destra di Chirac alle elezioni politiche, il piano di dismissioni subì una battuta d'arresto per poi riprendere nel 1993 sotto il governo Balladur che, già in campagna elettorale, evidenziava come la vendita di imprese pubbliche avrebbe rafforzato il bilancio pubblico.

---

<sup>43</sup> P.A. Culpepper, P.A. Hall, B. Palier, *La France en mutation, 1980-2005*, Paris: Sciences Po, les Presses, 2006, p. 88.

<sup>44</sup> Legge quadro n. 912 dell'agosto 1986

<sup>45</sup> A. Goldstein, *Privatizzazioni e corporate governance in Francia*, in *Moneta e Credito*, n.196, vol. 49, 1996, p. 539.

Sebbene nella maggior parte delle imprese privatizzate lo Stato avesse ridotto a zero la propria quota residua di partecipazione, la Legge sulle privatizzazioni del 1993<sup>46</sup> concedeva ancora allo Stato, qualora fosse inserita la relativa clausola negli statuti societari, di:

- porre il diritto di veto sulla vendita di determinati beni patrimoniali (qualora ciò avesse messo a rischio “interessi nazionali”);
- opporsi all’acquisto da parte di investitori stranieri di partecipazioni superiori al 5% in società privatizzate operanti in particolari settori<sup>47</sup>.

## 2.2 LA SITUAZIONE ATTUALE

Il complesso quadro storico appena delineato ha contribuito enormemente a plasmare quella che è la situazione odierna.

Sebbene l’economia francese sia attualmente orientata al mercato e alla concorrenza, il sistema bancario non presenti più le gravi falle del passato e lo Stato non ricopra più un ruolo centrale nell’economia del Paese, le vicende storiche hanno condotto a delineare un sistema ancora oggi caratterizzato da una forte concentrazione della proprietà ed, in essa, da un importante ruolo delle famiglie, nonché da una massiccia presenza di *holdings*.

Quanto a quest’ultimo aspetto, la nascita di gruppi societari deriva proprio dal limitato funzionamento passato del mercato e del sistema bancario per cui, per ottenere finanziamenti e fare investimenti, risultava più agevole unirsi ad altre

---

<sup>46</sup> Legge sulle privatizzazioni n. 923 del luglio 1993.

<sup>47</sup> Settori quali l’ordine, la salute pubblica e la produzione e commercio di armi.

imprese e mettere le proprie forze a fattor comune piuttosto che rivolgersi al credito o al mercato<sup>48</sup>.

Per quel che riguarda il ruolo dello Stato, a seguito delle massicce privatizzazioni del scolo scorso, lo Stato ha decisamente ridimensionato il proprio intervento in economia.

Esso tuttavia non è scomparso dalla vita economica del Paese ma ha visto le sue funzioni trasformarsi. Ha abbandonato le sue funzioni di direzione e produzione a favore di un ruolo di “accompagnamento e compensazione”<sup>49</sup>. Lo Stato oggi, si fa dunque carico delle conseguenze sociali e politiche derivanti dalla libera competizione delle imprese sul mercato, come ad esempio quelle derivanti da eventuali fallimenti o crisi d’impresa che possono determinare difficili ripercussioni sui dipendenti<sup>50</sup>.

### 3. CG IN FRANCIA E AGENCY THEORY

#### 3.1 AGENCY THEORY TYPE I E TYPE II

Affinché si abbia un buon governo societario è necessario che il sistema di direzione e controllo sia efficace. E’ necessario cioè che la società, e nello specifico il consiglio di amministrazione, sia in grado di fare gli interessi della società stessa al fine di creare valore per gli azionisti (proprietari) e per tutti i vari stakeholders coinvolti.

---

<sup>48</sup> A.E. Murphy, *Corporate Ownership in France, the importance of History* in Morck R.K., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005, p.189.

<sup>49</sup> P.A. Culpepper, P.A. Hall, B. Palier, *La france en mutation, 1980-2005*, Paris: Sciences Po, les Presses, 2006, p. 17.

<sup>50</sup> *Ivi*, p. 18.

E' in questo contesto che emerge la così detta Teoria dell'agenzia, analizzata da Jensen e Mckling nel 1976<sup>51</sup>.

I due autori definiscono il rapporto di agenzia quale “un contratto nel quale una parte (il *principal*) delega ad un'altra parte (l'*agent*) il potere di decidere ed agire per suo conto”<sup>52</sup> (e quindi nel suo interesse).

Tale separazione tra la proprietà e la direzione - controllo può però generare problemi, che vengono definiti “problemi di agenzia”, poiché nella maggior parte dei casi il *principal* e l'*agent* hanno interessi disallineati ed è impossibile definire contrattualmente tutti i dettagli che caratterizzano il comportamento delle due categorie di soggetti<sup>53</sup>.

In tali situazioni si viene infatti ad instaurare un rapporto conflittuale tra *principal* e *agent* talvolta difficile da risolvere<sup>54</sup>.

Jensen e Meckling definirono l'Agency Theory partendo dall'analisi del contesto economico statunitense, caratterizzato da aziende con azionariato fortemente diffuso ed importanti mercati azionari, in cui cioè tanti piccoli risparmiatori delegano l'attività di gestione aziendale ad una serie di individui che costituiscono il management della società.

Nel sistema americano quindi il disallineamento si verifica tra gli interessi degli azionisti (*principals*) e gli interessi dei managers (*agents*)<sup>55</sup>.

---

<sup>51</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* in *Journal of Financial Economics*, vol.3, n. 4, 1976.

<sup>52</sup> I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theort: Incomplete Contracting and Ownership Structure* in H.K. Baker, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, p. 142.

<sup>53</sup> H.Y. Baek, D.R. Johnson, J.W. Kim, *Managerial Ownership, Corporate governance, and Voluntary Disclosure* in *Journal of Business & Economic Studies*, vol. 15, n. 2, 2009, p.44.

<sup>54</sup> C. Le Tian, B. Venard, *Pour une approche contingente de la gouvernance* in *Management international*, vol 16, n.2, 2012, p. 25.

<sup>55</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanisms de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 111.

I primi hanno infatti come obiettivo la massimizzazione del profitto mentre i secondi potrebbero agire al fine di raggiungere obiettivi diversi, anche di carattere strettamente personale, quali l'aumento della propria ricchezza e del proprio prestigio<sup>56</sup>.

Inoltre, gli interessi degli azionisti e dei managers, risultano disallineati anche sotto il profilo della c.d. *earnings retention*, dell'orizzonte temporale e della concezione del rischio. Gli azionisti sono orientati alla distribuzione dei profitti generati dall'azienda, guardano alla stessa nell'ottica di un orizzonte temporale duraturo (condividendo quella che è la descrizione tipica dell'azienda, ovvero "istituto economico atto a perdurare") e risultano propensi al rischio.

Specularmente i managers sono orientati alla *retention* degli utili all'interno dell'azienda, tendono a concentrare le proprie attività considerando un orizzonte temporale di breve periodo e, nella maggior parte dei casi, risultano decisamente avversi al rischio.

Jensen e Meckling<sup>57</sup>, nel descrivere il rapporto di agenzia, individuano dei costi (chiamati *agency costs*) che nascono proprio laddove sia necessario intervenire per ridurre i pericoli derivanti dai disallineamenti di interessi delle due categorie di soggetti<sup>58</sup>. Tali costi vengono ricondotti a tre categorie principali: i *monitoring costs*, i *bonding costs* e le *residual loss*.

I primi derivano dalla necessità che ha il *principal* (in questo caso l'azionista) di monitorare l'operato dell'*agent* (management); i secondi, al contrario, sono i costi che deve sopportare l'*agent* per far fronte al controllo esercitato dal

---

<sup>56</sup> C. Le Tian, B. Venard, *Pour une approche contingente de la gouvernance in Management international*, vol 16, n.2, 2012, p. 25.

<sup>57</sup> M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure in Journal of Financial Economics*, vol.3, n. 4, 1976.

<sup>58</sup> I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure in H.K. Baker, Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, p. 142.

*principal* (rientrano in questa categoria i costi derivanti dalla *disclosure* delle informazioni relative alla gestione). L'ultima categoria di costi è rappresentata dalle "perdite residue" ovvero dalla perdita netta derivante proprio dall'attività di minimizzazione del disallineamento di interessi e quindi di riduzione dell'*agency problem*<sup>59</sup>.

Se tutta la ricerca condotta dai due autori è corretta, è però altrettanto corretto constatare che non tutti i modelli di capitalismo sono uguali a quello statunitense.

Nei Paesi dell'Europa continentale, tra cui la Francia, la situazione è infatti decisamente diversa.

Tali economie si caratterizzano per la proprietà stabile nel tempo e per la *ownership concentration* spesso nelle mani di importanti famiglie i cui membri, nella maggior parte dei casi, detengono la quota di maggioranza e siedono in c.d.a.<sup>60</sup>.

Il fatto che gli azionisti di maggioranza siano anche attivamente coinvolti nel management della società riduce praticamente a zero la separazione tra proprietà e direzione – controllo determinando il venir meno del problema di agenzia così come descritto da Jensen e Meckling<sup>61</sup>.

In situazioni del genere tuttavia si viene comunque a generare un disallineamento di interessi, ma non tra azionisti e management bensì tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theory: Incomplete Contracting and Ownership Structure* in H.K. Baker, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, p. 143-144.

<sup>60</sup> C. Andres, A. Betzer, M. Goergen, D. Metzger, *Corporate governance systems* in H.K. Baker, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, p.39.

<sup>61</sup> L. Patelli, A. Prencipe, *The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder* in *European accounting review*, vol. 16, n. 1, 2007, p. 11.

<sup>62</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 112.

Questa situazione viene definita come Agency Problem di Tipo II (per distinguerla da quella descritta dai due autori che viene quindi chiamata di Tipo I).

Nell'ambito di tale tipo di rapporto di agenzia, gli azionisti di maggioranza rappresentano gli *agents* mentre quelli di minoranza sono i *principals*.

Questa struttura consente ai primi di prendere decisioni in maniera discrezionale, anche a danno dei secondi<sup>63</sup>.

Con riferimento alla *earnings retention*, all'orizzonte temporale e alla concezione del rischio, gli azionisti di maggioranza sono orientati alla *retention* (al pari dei managers USA) mentre gli azionisti di minoranza optano per la distribuzione degli utili; come nell'Agency Theory tipo I, anche in questo contesto l'*agent* (ora azionista di maggioranza) è avverso al rischio mentre il *principal* (ora azionista di minoranza) è propenso ad esso.

Con riferimento all'orizzonte temporale vi è invece una fondamentale differenza rispetto al sistema nordamericano poiché nelle economie caratterizzate da proprietà familiare concentrata sono gli *agents* (azionisti di maggioranza) ad essere orientati al lungo periodo mentre i *principals* (azionisti di minoranza) non lo sono<sup>64</sup>.

---

<sup>63</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 112.

<sup>64</sup> I. Clacher, D. Hillier, P. McColgan, *Agency Theort: Incomplete Contracting and Ownership Structure* in H.K. Baker, *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010, p. 150.

### 3.2 DISCLOSURE E AMMINISTRATORI INDIPENDENTI COME METODI DI RIDUZIONE DELL'AGENCY PROBLEM

La presenza dei suddetti disallineamenti di interessi tra agenti-azionisti di maggioranza e principali-azionisti di minoranza ha portato gli studiosi ad interrogarsi circa la presenza o meno di strumenti idonei a mitigare tali conflitti.

Tra i cd. *Control mechanisms* essi hanno individuato meccanismi di controllo esterni (come la *disclosure* volontaria o meno) e meccanismi di controllo interni (come gli amministratori indipendenti)<sup>65</sup>.

Trattando nello specifico del principale meccanismo di controllo esterno, il miglioramento della trasparenza agisce come metodo di sorveglianza nei confronti dei gestori poiché esige che essi presentino, ad intervalli regolari, informazioni precise e dettagliate riguardanti i risultati finanziari (e non finanziari) raggiunti<sup>66</sup>.

Ciò dovrebbe quindi indurre i dirigenti ad agire nell'interesse sociale piuttosto che a proprio privato vantaggio.

Inoltre, secondo Jensen e Meckling, gli insiders dovrebbero comprendere l'importanza della trasparenza poiché, divulgando il maggior numero di informazioni possibile, si riduce la possibilità che altri soggetti, quali gli azionisti di minoranza, vadano ad investigare sulle attività svolte.

Venendo ai meccanismi di controllo interno, il consiglio di amministrazione è sicuramente uno dei più importanti.

Esso rappresenta infatti l'organo delegato dagli azionisti a prendere le decisioni sociali.

---

<sup>65</sup> L. Patelli, A. Prencipe, *The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder in European accounting review*, vol. 16, n. 1, 2007, p. 6.

<sup>66</sup> P.A. Culpepper, P.A. Hall, B. Palier, *La france en mutation, 1980-2005*, Paris: Sciences Po, les Presses, 2006, p. 82.

Tuttavia, l'effettività del *board* quale mezzo di controllo può essere limitata qualora i membri di questo siano allo stesso tempo anche managers esecutivi ed azionisti (situazione che si può facilmente individuare nei sistemi come quello francese in cui la proprietà è concentrata nelle mani delle famiglie). E' infatti alta la probabilità che gli azionisti di maggioranza-managers agiscano nel proprio interesse danneggiando quelli di minoranza. In casi del genere, per ridurre tale rischio, vengono nominati nel c.d.a dei particolari amministratori, professionisti senza alcun ruolo di gestione né legame con la società, chiamati amministratori indipendenti<sup>67</sup>. Il loro compito è dunque quello di assicurare il rispetto della legalità e ridurre i problemi di agenzia<sup>68</sup>.

### 3.2.1 RELAZIONE TRA "CONTROL MECHANISM" -DISCLOSURE E AMMINISTRATORI INDIPENDENTI-<sup>69</sup>

Come già osservato, sia la *disclosure* sia gli amministratori indipendenti rappresentano meccanismi in grado di mitigare il problema di agenzia. E' ora opportuno soffermarci brevemente sul rapporto esistente tra questi due *control mechanism*. Partendo dal presupposto della razionalità degli individui, laddove essi debbano fare delle scelte e prendere decisioni, faranno una analisi dei costi e benefici conseguenti. Nello specifico, le società effettuano tale bilanciamento nel momento in cui devono decidere circa il livello di *disclosure* volontaria ed il numero di amministratori indipendenti da adottare.

---

<sup>67</sup> Di questi si parlerà ampiamente nel corso della trattazione.

<sup>68</sup> L. Patelli, A. Prencipe, *The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder* in *European accounting review*, vol. 16, n. 1, 2007, p. 8.

<sup>69</sup> *Ivi*, p. 5 ss.

Dal punto di vista dell'*agent*, il maggior costo derivante da alti livelli di *disclosure* è la riduzione della possibilità di tenere comportamenti opportunistici e ottenere vantaggi privati dalla gestione sociale.

Grazie alla presenza di tali alti livelli di trasparenza, il *principal* può infatti facilmente individuare eventuali comportamenti opportunistici dell'*agent* e punirlo.

Di conseguenza, dati i livelli di *disclosure*, l'*agent* risulterà scoraggiato dal tenere tali comportamenti.

Peraltro, se ex ante sono presenti altri meccanismi di controllo capaci di impedire comportamenti opportunistici, quali gli amministratori indipendenti, il costo della maggiore *disclosure* sarà notevolmente minore poiché essi, fin dall'inizio, avranno meno da nascondere.

E' pertanto possibile individuare una relazione positiva tra i due meccanismi di controllo in questione i quali dunque non si escludono ma, al contrario, coesistono.

L'esistenza ex ante di uno dei due meccanismi riduce i costi derivanti dall'introduzione dell'altro.

Ad intensificare la correlazione positiva esistente tra i meccanismi vi sono due effetti cd. secondari (*side effects*) cioè il *reputation effect* ed il *domino effect*.

- Effetto reputazione: gli amministratori indipendenti, poiché hanno interesse a difendere la propria reputazione, sono incentivati a ricorrere alle regole di trasparenza per dimostrare al mercato l'effettivo adempimento dei propri doveri. Allo stesso tempo, le società che godono di un'ottima reputazione quanto all'adempimento delle regole di *disclosure*, saranno fortemente incentivate a difendere tale reputazione introducendo un elevato numero di amministratori indipendenti.
- Effetto domino: gli amministratori indipendenti, nell'adempimento dei propri incarichi, devono non solo controllare i comportamenti degli

*agent* ma anche spingere questi ultimi a migliorare ed intensificare l'altro meccanismo di controllo, ad esempio attraverso la divulgazione al mercato di informazioni volontarie.

### 3.3 CG E DISCLOSURE IN FRANCIA

Dopo aver trattato dell'Agency Theory nelle sue due tipiche accezioni e aver compreso che il sistema francese rientra nel secondo tipo, è ora il momento di soffermarci sul rapporto esistente tra l'assetto di governo societario e la qualità della *disclosure* delle società d'oltralpe.

Come già evidenziato, uno dei tratti caratteristici della *ownership structure* francese è la presenza di grandi gruppi familiari in cui gli azionisti di controllo, ovvero i membri della famiglia, sono nella posizione di poter trarre benefici personali dalla gestione societaria a scapito degli azionisti di minoranza.

Tale possibilità è resa ancora maggiore considerata la scarsa tutela assicurata agli investitori (caratteristica tipica dei Paesi di Civil Law)<sup>70</sup>.

La Porta<sup>71</sup>, studiando la situazione francese, osserva che il 75% degli azionisti di controllo occupano allo stesso tempo anche ruoli dirigenziali nel c.d.a (quali, nella maggior parte dei casi, il ruolo di Presidente o Vice Presidente del *board*)<sup>72</sup>.

Così gli azionisti di maggioranza vengono a disporre di un grande "vantaggio informativo" rispetto a quelli di minoranza che da loro la possibilità di agire a scapito di questi ultimi.

---

<sup>70</sup> R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer, *Corporate ownership around the world in The Journal of Finance*, vol. 54, n.2, aprile 1999, p.491.

<sup>71</sup> *Ibidem*.

<sup>72</sup> *Ibidem*.

In un contesto del genere, poiché i maggiori finanziatori dell'attività societaria (gli azionisti di maggioranza) dispongono già di tutte le informazioni a loro necessarie, vi è riluttanza nel diffondere al mercato gran parte delle informazioni e dunque la governance risulta poco trasparente.

Allo stesso tempo, gli azionisti di minoranza, detenendo nella maggior parte dei casi piccolissime porzioni di capitale, sono scarsamente incentivati a richiedere una maggiore *disclosure*<sup>73</sup>.

Conseguentemente è stata rilevata una associazione negativa tra la concentrazione della proprietà azionaria (nello specifico nelle mani di gruppi familiari) e la qualità della *disclosure*<sup>74</sup>.

Tuttavia esiste una categoria di azionisti che, pur rimanendo di minoranza, risulta essere maggiormente in grado di far sentire la propria voce di dissenso agli azionisti di maggioranza. Si tratta degli investitori istituzionali.

Nelle società francesi vi è una grande presenza di investitori istituzionali anche stranieri che, per la forte posizione che rivestono e per la lunga esperienza che possiedono, hanno i mezzi per far rispettare ed applicare i principi di governo societario, tutelare i diritti degli azionisti di minoranza e sono in grado di esercitare un monitoraggio attivo e critico del management<sup>75</sup>. Essendo la corporate *disclosure* uno dei più efficaci ed "economici" *control mechanism*, gli investitori istituzionali possono dunque obbligare il management a rispettare alti standard di *disclosure*.

Dunque, un'elevata presenza di tale categoria di investitori conduce ad un migliore livello di *disclosure* volontaria.

---

<sup>73</sup> C.B. Ali, S. Trabelsi, M.G. Summa, *Disclosure Quality and Ownership structure: Evidence from the French Stock Market* in *HAL, sciences de l'homme et de la société*, 2007, p. 4, p.10.

<sup>74</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 113.

<sup>75</sup> C.B. Ali, S. Trabelsi, M.G. Summa, *Disclosure Quality and Ownership structure: Evidence from the French Stock Market* in *HAL, sciences de l'homme et de la société*, 2007, p. 4, p.10.

Dall'analisi del contesto francese si è pertanto rilevato che esiste una correlazione positiva tra proprietà degli investitori istituzionali e trasparenza<sup>76</sup>. La Porta, proseguendo nella sua analisi, individua un altro aspetto della CG francese che va ad amplificare il problema di agenzia e dunque il divario tra azionisti di maggioranza e minoranza.

Si tratta, nello specifico, del cd. “*vote double*”, ovvero di una distorsione dalla regola base che vuole l'attribuzione di un solo diritto di voto per ogni azione e rappresenta una pratica corrente nelle società quotate d'oltralpe.

Tale alterazione del *one share - one vote* può favorire la formazione di blocchi di controllo e condurre dunque ad un aumento delle possibilità di violazione dei diritti degli azionisti di minoranza<sup>77</sup>.

Pertanto è possibile affermare che esiste una correlazione negativa anche tra il “*vote double*” e la qualità della pubblicazione finanziaria<sup>78</sup>.

Un aspetto della CG francese che, al contrario di quelli precedenti, può potenzialmente ridurre il problema di agenzia è rappresentato dalla remunerazione degli amministratori esecutivi (costituiti in gran parte dagli azionisti di maggioranza - membri della famiglia) attraverso *stock options*. Esse contribuiscono a ridurre il disallineamento di interessi tra *agent* e *principal* mitigando i costi di agenzia.

Il fatto che i managers investono nel capitale di rischio sociale fa infatti sì che essi siano maggiormente interessati alle conseguenze economiche degli atti di gestione da essi compiuti.

Di conseguenza essi, al fine di determinare un aumento del valore della società, saranno disposti a rispettare più altri standards di *disclosure*<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 115.

<sup>77</sup> *Ivi*, p. 113.

<sup>78</sup> *Ivi*, p. 114.

Da una analisi condotta sulle società quotate francesi è emerso che quelle che provvedono ad una remunerazione dei propri dirigenti ricorrendo a piani di *stock options* presentano una migliore qualità della pubblicazione finanziaria. Esiste pertanto una relazione positiva tra quest'ultima e la remunerazione dei dirigenti sotto forma di *stock options*<sup>80</sup>.

In conclusione, dopo un'attenta disamina delle società quotate francesi, è possibile affermare che le società che non rispettano adeguati livelli di trasparenza e qualità della pubblicazione finanziaria (volontaria e non) sono anche quelle in cui è maggiore la probabilità di uno sfruttamento degli azionisti di minoranza e, in generale, quelle che presentano maggiori pecche nei propri sistemi di CG.

Si tratta nello specifico delle società in cui la proprietà è particolarmente concentrata e di tipo familiare, in cui la presenza di investitori istituzionale è ridotta o nulla ed in cui non è previsto il ricorso a piani di remunerazione del management basati su *stock options*.

Al contrario, le società dotate di un'alta qualità nella *disclosure*, sono caratterizzate da migliori sistemi di governance.

Si tratta delle società in cui, tra l'altro, non esiste una grande concentrazione della proprietà nelle mani dei gruppi familiari ed in cui si riscontra un'elevata presenza di investitori istituzionali<sup>81</sup>.

---

<sup>79</sup> C.B. Ali, S. Trabelsi, M.G. Summa, *Disclosure Quality and Ownership structure: Evidence from the French Stock Market* in *HAL, sciences de l'homme et de la société*, 2007, p. 4, p.14.

<sup>80</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 115.

<sup>81</sup> *Ivi*, p. 110.

## CAPITOLO II

### UN ARTICOLATO QUADRO NORMATIVO

#### 1. SOFT REGULATION E DIRITTO POSITIVO

Le regole del governo societario in Europa, come nel resto del mondo, si sono notevolmente evolute nel corso degli ultimi venti anni.

In Francia tali progressi, più che attraverso interventi legislativi, si sono realizzati per mezzo dell'autoregolamentazione e quindi tramite codici di autodisciplina (come quello dell'AFEP<sup>82</sup> e MEDEF<sup>83</sup>) e regolamentazioni di associazioni professionali (quali l'IFA<sup>84</sup> e l'AFG<sup>85</sup>)<sup>86</sup>.

Questi ultimi non sono stati realizzati né al fine di aggirare la legge né per essere posti in una posizione di concorrenza rispetto a questa. Sono piuttosto "ambizioni", obiettivi che le imprese stesse si impongono<sup>87</sup>.

Si tratta infatti di iniziative adottate da imprese interessate a precisare (anch'esse) alcuni principi di buon funzionamento e trasparenza, finalizzate a migliorare la loro gestione e a rispondere adeguatamente alle domande degli

---

<sup>82</sup> Association française des entreprises privées

<sup>83</sup> Mouvement des entreprises de France

<sup>84</sup> Institut Française des Administrateurs

<sup>85</sup> Association Française de la gestion financière

<sup>86</sup> D. Lebègue, *Gouvernance d'entreprise : Hard law et Soft law*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>87</sup> S. Joelle, *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

investitori e del pubblico<sup>88</sup>.

La *soft regulation* ha dunque avuto un ruolo preponderante nel definire le regole del governo delle società quotate francesi.

Essa presenta numerosi vantaggi in confronto alla legge.

In primo luogo la *soft law* è flessibile: da la possibilità di adattare le regole alle dimensioni dell'impresa, alle caratteristiche dell'azionariato e alla struttura sociale nel suo complesso<sup>89</sup>.

Inoltre la *soft law* è “*evolutive*” ovvero, al contrario della legge che richiede tempi lunghi e notevoli difficoltà per essere cambiata, essa può essere modificata molto più facilmente e risulta dunque essere maggiormente aggiornata e al passo con i tempi<sup>90</sup>.

Tuttavia, nonostante i notevoli punti di forza che caratterizzano la *soft regulation*, essa non può essere in grado di regolare qualsivoglia aspetto del governo societario.

Alcune materie quali il diritto di proprietà, i diritti degli azionisti, la protezione del pubblico risparmio e l'informazione finanziaria, necessitano di essere disciplinate dalla legge<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>89</sup> D. Lebègue, *Gouvernance d'entreprise : Hard law et Soft law*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>90</sup> S. Joelle, *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>91</sup> D. Lebègue, *Gouvernance d'entreprise : Hard law et Soft law*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

E' pertanto indispensabile mantenere un rapporto equilibrato tra *soft regulation* ed il diritto positivo.

## 2. CG E REPORTS

Dopo aver evidenziato il ruolo della *soft regulation* nella definizione delle regole di CG, è opportuno procedere ad un breve excursus delle principali *soft laws* emanate in Francia.

A partire dai primi anni novanta si è assistito alla nascita e successiva evoluzione di numerosi codici di autodisciplina.

Nel giugno del 1995 l'AFEP e il MEDEF crearono un comitato guidato dal presidente-direttore generale di *Société Générale*, Marc Viénot, incaricato di redigere una serie di raccomandazioni necessarie ad elevare gli standards di CG<sup>92</sup>.

Il Viénot Report del 1995 (chiamato "Viénot 1") si concentrava particolarmente sulla struttura e missione del board delle società quotate e, per primo, raccomandò il ricorso ad amministratori indipendenti<sup>93</sup>.

Nel 1999 le raccomandazioni del Viénot 1 vennero completate ed attualizzate nel Viénot 2.

Quest'ultimo, oltre a prevedere la possibilità di separare le funzioni di Presidente del board da quelle di CEO, rafforzò il ruolo degli amministratori indipendenti, rese più stringenti le regole in materia di remunerazione dei

---

<sup>92</sup> N. Haskovec, *Codes of Corporate Governance*, 2012, p. 14, [http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance\\_Yale\\_053112.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf)

<sup>93</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.303.

managers, impose regole sulla comunicazione di informazioni finanziarie e intensificò i poteri delle assemblee generali dei soci<sup>94</sup>.

Nel settembre 2002, a seguito degli scandali finanziari legati alla Enron, il nuovo presidente di *Société Générale*, Bouton, venne incaricato di compiere ulteriori passi avanti nella regolamentazione della CG francese<sup>95</sup>.

Il Bouton Report conteneva principalmente raccomandazioni riguardanti il funzionamento del board, l'indipendenza degli amministratori nonché il rispetto di principi di etica e trasparenza<sup>96</sup>.

Tuttavia il Bouton Report venne ritenuto totalmente insoddisfacente poiché, secondo l'opinione corrente, non fu in grado di apportare sufficienti cambiamenti in materia di CG<sup>97</sup>.

Nell'ottobre 2003 venne redatta una consolidazione di questi Reports in un documento chiamato "*Le gouvernement d'entreprise des sociétés cotées*"<sup>98</sup>.

In seguito, le raccomandazioni contenute nei Reports sono state completate e ammodernate in numerosi interventi successivi (gennaio 2007, ottobre 2008, aprile 2010)<sup>99</sup>.

I Viénot Reports ed il Bouton Report rappresentano dunque i primi codici di autodisciplina delle società francesi dai quali deriva l'attuale *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* dell'AFEP e del MEDEF<sup>100</sup>.

---

<sup>94</sup> *Ibidem*.

<sup>95</sup> M. Menjucq, *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006, p. 1003.

<sup>96</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.303.

<sup>97</sup> M. Menjucq, *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006, p. 1003.

<sup>98</sup> *Ibidem*.

<sup>99</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>100</sup> Di questo codice si parlerà nel corso della trattazione.

### 3. LA SOFT REGULATION FRANCESE

Grazie alla *soft regulation* e alle seppur specifiche leggi presenti, la qualità dell'informativa sul governo delle società quotate francesi è incredibilmente migliorata nel corso dell'ultimo ventennio.

Gli standards di CG sono attualmente ai più alti livelli internazionali, eccedendo persino quelli raccomandati dall'OECD<sup>101</sup>.

Il governo d'impresa è una materia che si caratterizza per le sue molteplici fonti.

Sono infatti varie le organizzazioni che hanno elaborato codici e raccomandazioni aventi ad oggetto la CG<sup>102</sup>.

Sebbene il *code de commerce*, recependo la *Loi sur la modernisation de l'économie*, abbia decretato il codice dell'AFEP e MEDEF quale codice di riferimento, è opportuno sottolineare che anche le raccomandazioni emanate dalle altre organizzazioni professionali possono ritagliarsi il loro spazio di mercato<sup>103</sup>.

Le società nell'effettuare la *declaration sur le gouvernement d'entreprise* possono dunque scegliere a quale, tra queste fonti, fare riferimento.

---

<sup>101</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.7, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>102</sup> P. Le Cannu, B. Dondero, *Le recommandations de l'IFA : un tentative de synthèse des normes de gouvernement d'entreprise*, RTDF, n.3, 2007.

<sup>103</sup> J.B. Poulle, *Reflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise*, Harmattan, 2011, pp. 155-156.

Le principali linee guida sulla CG redatte dalle organizzazioni private francesi (che costituiscono i migliori esempi di *soft regulation*) sono:

- il *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* dell'AFEP (*Association française des entreprises privées*) e del MEDEF (*Mouvement des entreprises de France*);
- le *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise* dell'AFG (*Association Française de la gestion financière*);

cui si aggiungono:

- le raccomandazioni dell'AMF (*Autorité des Marchés Financières*).

### 3.1 IL CODICE AFEP-MEDEF<sup>104</sup>

A partire dal 1995 i due maggiori *business groups* francesi, AFEP e MEDEF, attraverso il primo Viénot Report, hanno intrapreso un complesso processo di codificazione trasferendo per iscritto le principali *best practice* riguardanti il governo d'impresa.

L'attuale versione del Codice del Governo d'impresa delle Società Quotate è il risultato di una serie di aggiornamenti intervenuti nel gennaio 2007, nell'ottobre 2008 (per mezzo di una raccomandazione riguardante la remunerazione degli amministratori), nell'aprile 2010 (raccomandazione relativa alla presenza di donne in seno al board) ed infine nel giugno 2013<sup>105</sup>.

---

<sup>104</sup> In questa sede si procede ad un inquadramento del codice e alla descrizione delle sue caratteristiche principali. Per quel che concerne il suo specifico contenuto si rimanda al capitolo III.

<sup>105</sup> Votre-administrateur, *Codes de gouvernance*, 2013,  
<http://www.votre-administrateur.com/espace-reglementaire/codes-de-gouvernance/>

A partire dal 2009 inoltre, l'AFEP e il MEDEF pubblicano un rapporto annuale sull'applicazione del loro codice<sup>106</sup>.

La *Loi sur la modernisation de l'économie* dell'agosto 2008, aggiornando gli articoli L. 225-37 e L.225-68 del Codice di Commercio (relativi rispettivamente alle società a sistema monistico e a quelle a sistema dualistico) ha riconosciuto ufficialmente la possibilità per le società quotate di ricorrere a tale codice in quanto “codice di riferimento”<sup>107</sup>.

### 3.1.1 “CAMPO D'APPLICAZIONE” DEL CODICE AFEP-MEDEF

Le raccomandazioni contenute nel codice si rivolgono principalmente alle società quotate. Si tratta, per la maggior parte, di grandi imprese quotate nella borsa di Parigi e riferite all'indice SBF 120<sup>108</sup>.

Tali raccomandazioni fanno principalmente riferimento alle società per azioni (Société Anonymes) dotate di solo consiglio di amministrazione. Pertanto si raccomanda alle società per azioni che ricorrono al sistema di amministrazione

---

<sup>106</sup> Centre for Corporate Governance, *Principes de la Gouvernance d'Entreprise - Un cadre fixé par la loi avec des spécificité marquées pour les sociétés cotées*, 2013, <http://www.corpgov.deloitte.com/site/FraFre/governance-profile/?jsessionid=TMXhSKXb937FLQxyphxV5RfVIGshn71LgWZCdL2Nw22fN7x9fndf!2141436566!NONE>

<sup>107</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p. 129. [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usq=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIAL%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usq=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

<sup>108</sup> Medef, *Rapport annuel sur l'application du code afep – medef*, 2012, <http://www.medef.com/nc/medef-tv/actualites/detail/article/rapport-annuel-2012-sur-lapplication-du-code-afep-medef.html>

e controllo dualistico e alle società in accomandita per azioni di adottare il codice procedendo però ai necessari adattamenti<sup>109</sup>.

L'AFEP ed il MEDEF, peraltro, prevedono che il loro codice venga applicato anche dalle società non quotate, ferma restando la necessità di queste di adattare le raccomandazioni del codice alle loro specifiche esigenze<sup>110</sup>.

Attualmente, la grande maggioranza delle grandi società quotate francesi sceglie di aderire alle raccomandazioni di questo codice che risulta essere, assieme a quello britannico, uno dei più esigenti<sup>111</sup>, completi e stringenti codici tra i paesi dell'OECD<sup>112</sup>.

Alle società di dimensioni medie e medio-piccole, quotate nei mercati secondari, è dedicato uno specifico codice: *code MiddleNext*.

Esso, emanato per la prima volta nel 2009, ha l'obiettivo di proporre a tali società, specifiche raccomandazioni finalizzate alla valorizzazione della loro *governance*<sup>113</sup>.

---

<sup>109</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 1, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>110</sup> *Ibidem*.

<sup>111</sup> S. Joelle, *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>112</sup> Jones Day, *AFEP and MEDEF Revise Corporate Governance Code for Listed Companies: "Say on Pay" Comes to France*, 2013, <http://www.jonesday.com/AFEP-and-MEDEF-Revise-Corporate-Governance-Code-for-Listed-Companies-Say-on-Pay-Comes-to-France-07-12-2013/?RSS=true>

<sup>113</sup> Votre-administrateur, *Codes de gouvernance*, 2013, <http://www.votre-administrateur.com/espace-reglementaire/codes-de-gouvernance/>

### 3.1.2 COMPLY OR EXPLAIN

I codici di governo societario, in Francia come nel resto dell'Unione Europea, sono applicati secondo il principio “ *Comply or Explain*” (Ripetta o Spiega)<sup>114</sup>. Le società che adottano il *Code de Gouvernement d'Entreprise* dell'AFEP-MEDEF (codice di autodisciplina di riferimento) devono esplicitare nei propri documenti di riferimento (atto costitutivo o statuto) e nelle relazioni annuali sul governo societario, accurate e comprensibili informazioni sui comportamenti attraverso i quali le singole raccomandazioni del codice sono state concretamente applicate nel periodo cui la relazione si riferisce<sup>115</sup>.

Qualora non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni del codice, la società deve fornire adeguate spiegazioni, comprensibili, pertinenti e circostanziate<sup>116</sup> dei motivi che l'hanno spinta a discostarsi da esse<sup>117</sup>.

Tali motivi devono essere ricollegabili alla sussistenza di una situazione particolare che giustifichi la deroga.

---

<sup>114</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final, Strasburgo, 2012, p. 6,

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>115</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 32,

<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>116</sup> *Ibidem*.

<sup>117</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final, Strasburgo, 2012, p. 6,

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

In tale caso la società deve indicare le misure alternative adottate e dimostrare che, attraverso queste ultime, essa è comunque stata in grado di assicurare la conformità del comportamento societario agli obiettivi cui tende il codice<sup>118</sup>.

Le raccomandazioni non applicate e le relative motivazioni devono essere esplicitate in una apposita rubrica o tabella<sup>119</sup>.

Il sistema di governo societario che vede la presenza di codici di autodisciplina applicabili secondo il principio *Comply or Explain* è un sistema di “*flexi-sécurité*”.

La flessibilità è data dalla possibilità che le società hanno di adattare le disposizioni del codice alle proprie specifiche esigenze e la sicurezza (degli azionisti e dei vari stakeholders) è garantita attraverso l’obbligo imposto alle società di spiegare i motivi che le hanno spinte a discostarsi dalle raccomandazioni del codice nonché ad indicare le misure alternative adottate<sup>120</sup>.

L’AMF, *Autorité des Marchés Financiers*, ha tuttavia constatato una certa standardizzazione nelle motivazioni in deroga apportate dalle società (specialmente per quel che concerne i cambiamenti della struttura di *governance*).

---

<sup>118</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 32, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>119</sup> *Ibidem*.

<sup>120</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d’entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p. 131, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

L'autorità pertanto esorta le società ad essere più precise nell'indicazione di tali motivazioni e ricorda che la deroga deve essere giustificata da ragioni particolari, anch'esse da esplicitare<sup>121</sup>.

### 3.2 L'AFG E LE SUE RACCOMANDAZIONI <sup>122</sup>

L'*Association Française de la gestion financière* è l'organizzazione che rappresenta e difende gli interessi dei professionisti che si occupano della gestione finanziaria per conto di terzi<sup>123</sup>.

Dal momento in cui un investitore delega la gestione finanziaria del suo capitale ad un professionista (solitamente in forma societaria), delega anche il diritto di voto associato ai titoli da quest'ultimo gestiti.

Sui gestori finanziari ricadono pertanto tutti i diritti ed i doveri associati allo *status* di azionista tra cui, in particolare, la partecipazione alle assemblee dei soci. “Conformemente alla loro deontologia, essi esercitano le proprie funzioni in piena indipendenza e nell'interesse esclusivo dei propri clienti”<sup>124</sup>.

L'AFG, preso atto del ruolo dei suoi membri (i gestori) in questo campo, dal 1997 agisce affinché i diritti di voto vengano esercitati ed incita dunque le

---

<sup>121</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final, Strasburgo, 2012, p. 6,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

<sup>122</sup> Association Francaise de la gestion financière.

<sup>123</sup> Recommandation AFG, 2013, p.1,  
[http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en](http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en)

<sup>124</sup> *Ibidem*.

società di gestione a partecipare in modo attivo alle assemblee generali dei soci<sup>125</sup>.

Nel 1997, infatti, l'Association de la gestion financière, per reagire all'assenza di alcuna forma di rappresentanza degli interessi degli investitori in seno alla commissione presieduta da Viénot, costituì una propria commissione con gli obiettivi di sviluppare linee guida per il governo d'impresa e di guidare i suoi membri nell'esercizio del diritto di voto<sup>126</sup>.

A tale fine, nel 1998 l'AFG ha emanato il suo primo codice sul governo d'impresa, le cui raccomandazioni vengono regolarmente aggiornate<sup>127</sup>.

Tali raccomandazioni sono destinate ad essere applicate alle società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione sia sul mercato regolamentato francese sia su un sistema multilaterale di negoziazione ed i relativi principi generali devono essere applicati anche a tutti gli investimenti che il *gestionnaire* realizza all'estero<sup>128</sup>.

La portata di queste raccomandazioni è stata poi estesa sotto il duplice impulso apportato dalla *Loi de Sécurité Financière* del 2003 e dal *Règlement général* de l'Autorité des marchés financiers (AMF)<sup>129</sup>.

La LSF ha obbligato le società di gestione ad esercitare i diritti di voto associati alle azioni detenute ed impone, in caso contrario, di dare opportuna motivazione.

---

<sup>125</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>126</sup> N. Haskovec, *Codes of Corporate Governance*, 2012, p. 14, [http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance\\_Yale\\_053112.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf)

<sup>127</sup> Recommendation AFG, 2013, p.1, [http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en](http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en)

<sup>128</sup> *Ibidem*.

<sup>129</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 4, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

Il regolamento dell'AMF, dal suo canto, impone alle società di gestione di elaborare un documento intitolato "politique de vote" che presenta le condizioni alle quali essa intende esercitare i diritti di voto associati ai titoli detenuti. L'AMF inoltre prescrive ai gestori l'obbligo di redigere un rapporto che dia conto dei diritti di voto esercitati<sup>130</sup>.

L'Association Française de la gestion financière vigila costantemente sulla conformità delle pratiche di *governance* alle sue raccomandazioni.

### 3.3 LE RACCOMANDAZIONI DELL'AMF<sup>131</sup>

L'AMF, in quanto gendarme dei mercati finanziari e dei mercati non regolamentati, emette anch'essa delle raccomandazioni, alcune delle quali relative alla CG<sup>132</sup>.

Tra queste, particolarmente interessanti risultano essere:

- la *Recommandation* AMF n. 15 del 2010 su governo d'impresa, remunerazione dei dirigenti e controllo interno;
- la *Recommandation* AMF n. 14 del 2012 sulle assemblee generali delle società quotate<sup>133</sup>.

---

<sup>130</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 4, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>131</sup> Autorité des Marchés Financiers.

<sup>132</sup> Votre-administrateur, *Codes de gouvernance*, 2013, <http://www.votre-administrateur.com/espace-reglementaire/codes-de-gouvernance/>

<sup>133</sup> Votre-administrateur, *Codes de gouvernance*, 2013, <http://www.votre-administrateur.com/espace-reglementaire/codes-de-gouvernance/>

#### 4. CG E RIFORME LEGISLATIVE

Con l'avvento del nuovo millennio anche il legislatore è intervenuto in tema di CG, modificando l'ormai obsoleta legge fondamentale francese sulle società commerciali del 1966, recependo le direttive comunitarie e conferendo ufficialità alle raccomandazioni già contenute nei codici di autodisciplina delle associazioni professionali.

Il primo intervento in tale direzione è stato la legge sulla *Nouvelle Régulation Economique* del maggio 2001<sup>134</sup>.

La NRE, fortemente influenzata dai codici di *best practice*, aveva come principale obiettivo quello di assicurare il bilanciamento tra i poteri dei vari organi amministrativi<sup>135</sup>.

Essa riconobbe la possibilità, già prevista nel Report Viénot 2, di separare la carica di CEO da quella di Presidente del Consiglio di Amministrazione, rafforzando peraltro la funzione di controllo esercitata dal board.

Inoltre elevò gli standards in tema di trasparenza, in particolare per quel che concerne le remunerazione dei managers ed intensificò il ruolo ed i diritti degli azionisti di minoranza<sup>136</sup>.

Solo due anni dopo, a seguito degli scandali finanziari statunitensi, il legislatore francese è intervenuto nuovamente emanando la *Loi de Sécurité Financière*<sup>137</sup>.

---

<sup>134</sup> Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques, <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114>

<sup>135</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.301.

<sup>136</sup> M. Menjucq, *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006, pp. 1004 ss.

<sup>137</sup> Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière, <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000428977>

La LSF, emanata nell'agosto 2003, si ispirava al precedente Bouton Report, al britannico *Sarbanes-Oxley Act* del 2002<sup>138</sup> e recepiva le raccomandazioni dell'Unione Europea<sup>139</sup>.

Essa, al fine di rafforzare la *investor protection*, oltre a rafforzare i poteri delle autorità di controllo attraverso la creazione della *Autorité des Marchés Financiers* (AMF), incrementò i controlli legali mediante l'istituzione dell'*Haute Conseil du Commissariat aux Compètes* con lo scopo di monitorare i professionisti addetti alla revisione contabile<sup>140</sup>.

Altro obiettivo della LSF fu quello di migliorare la qualità e la quantità delle informazioni da fornire agli azionisti, in particolare obbligando il Presidente del c.d.a a dare comunicazione ad essi circa l'organizzazione, il funzionamento e le procedure di controllo interne al board<sup>141</sup>.

La LSF, introducendo significativi cambiamenti, ha rappresentato il più significativo intervento in tema di CG. Pertanto il 2003 viene identificato quale l'anno della grande *Corporate Governance Reform*<sup>142</sup>.

Altro importante intervento del legislatore francese è la *Loi sur la modernisation de l'économie* dell'agosto 2008<sup>143</sup>.

---

<sup>138</sup> Public Law 107-204—July 30, 2002 116, Stat. 745,  
<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>

<sup>139</sup> Raccomandazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, *Reinforcing the statutory audit in the EU*, COM 2002/590,  
<http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=en&ihtmlang=en&lng1=en,it&lng2=da,de,el,en,es,fi,fr,it,nl,pt,sv.&val=278522:cs>

<sup>140</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Apreda R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.302.

<sup>141</sup> *Ibidem*.

<sup>142</sup> E. Han Kim, Yao Lu, *Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions* in *Journal of Corporate Finance*, vol. 22, 2013, p. 250.

<sup>143</sup> Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie,  
<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000019283050>

Gli scopi principali della LME furono: stimolare la crescita e l'impiego, eliminando i blocchi strutturali e regolamentari tipici dell'economia francese, rilanciare la concorrenza e migliorare le modalità di finanziamento all'impresa esistenti.

Inoltre per mezzo della LME è stata recepita nell'ordinamento francese la Direttiva comunitaria 2006/46/CE che prevede il meccanismo di "Comply or Explain" con riferimento ai codici di governo societario<sup>144</sup>.

---

<sup>144</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, p.129,

[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIU GCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

## CAPITOLO III

# L'ATTUALE DISCIPLINA DELLA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETA' QUOTATE

### 1. ASSEMBLEA DEI SOCI

L'assemblea generale è il luogo in cui, attraverso il voto dei soci, vengono adottate decisioni sia ordinarie (come l'approvazione del bilancio d'esercizio e la nomina del c.d.a) che straordinarie (come le modifiche dell'atto costitutivo e aumenti di capitale sociale)<sup>145</sup>.

E' organo sovrano e può decidere di revocare il consiglio di amministrazione (ovvero quello di sorveglianza nel caso la società abbia adottato il sistema di amministrazione e controllo dualistico) al quale solitamente delega un ampio numero di poteri<sup>146</sup>.

Il Codice dell'AFG ritiene che la partecipazione degli amministratori (o dei membri del Consiglio di Sorveglianza) alle adunanze assembleari sia particolarmente raccomandabile<sup>147</sup>

---

<sup>145</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 22, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>146</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p.5, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>147</sup> *Ivi*, p.7.

L'assemblea dei soci rappresenta un “momento privilegiato di comunicazione della società con i suoi azionisti”<sup>148</sup>.

A norma dell'articolo 5.2 del Codice di autodisciplina dell'AFEP e MEDEF infatti, essa non è esclusivamente il momento in cui gli organi di gestione rendono conto del proprio operato e del funzionamento del board (nonché dei comitati consiliari specializzati), ma rappresenta anche “l'occasione di un dialogo vero e aperto con gli azionisti”<sup>149</sup>.

Peraltro l'*Autorité des Marchés Financiers*, nel suo *rapport* finale del 2 luglio 2012 sull'assemblea generale delle società quotate, raccomanda l'istituzione di un “dialogo permanente” *pre* e *post* assembleare tra società e soci<sup>150</sup>.

## 1.1 DIRITTI ED INFORMAZIONI *PRE* ASSEMBLEARI

Al fine di arricchire il dibattito assembleare è opportuno che all'assemblea generale partecipi il maggior numero possibile di soci.

Le raccomandazioni dell'AFG e dell'AMF su luogo, data e ora dell'assemblea mirano a favorire e facilitare tale partecipazione.

---

<sup>148</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.5, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>149</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.5, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>150</sup> AMF, *Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées : rapport du groupe de travail de l'AMF pour 2012*, <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Assemblees-generales-d-actionnaires-de-societes-cotees---rapport-du-groupe-de-travail-de-l-AMF-pour-2012.html>

In particolare l'AFG dedica una apposita sezione del proprio codice (Titolo 1, sezione A) alle misure tramite le quali è possibile “*faciliter la participation à l’assemblée générale*”<sup>151</sup>.

Nello specifico viene raccomandato l'utilizzo di mezzi di telecomunicazione, quali la video conferenza, per consentire anche ai soci che non hanno la possibilità di presenziare fisicamente alle assemblee, di partecipare attivamente nella vita della società.

Inoltre, proprio al fine di agevolare tale partecipazione anche agli eventuali azionisti stranieri, è ampiamente consigliato alle società quotate di francesi di predisporre tutta la documentazione relativa all'assemblea generale anche in una lingua straniera comunemente usata e ammessa sui mercati finanziari come l'inglese<sup>152</sup>.

### 1.1.1 CONVOCAZIONE E ACCESSO AI DOCUMENTI SOCIETARI

L'assemblea dei soci è generalmente convocata dal c.d.a (ovvero dal consiglio di sorveglianza nel caso in cui sia adottato il sistema dualistico)<sup>153</sup>.

Tale diritto è inoltre riconosciuto agli azionisti che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale<sup>154</sup>.

---

<sup>151</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, pp. 5 ss.  
[http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>152</sup> *Ivi*, p. 6.

<sup>153</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.4,  
<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>154</sup> OECD (2013), *Public and private supervision and enforcement practices in 27 jurisdictions*, in *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, OECD Publishing, p. 37,  
[http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions\\_9789264203334-3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions_9789264203334-3-en)

In Francia, peraltro, le associazioni degli azionisti hanno il potere di richiedere la convocazione di un'assemblea generale ricorrendo al tribunale<sup>155</sup>.

In generale, l'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci, non meno di ventuno giorni prima l'adunanza, deve essere pubblicato in un sito centrale, il BALO (*Bulletin des Annonces Légales Obligatoires*) e fatto recapitare direttamente all'indirizzo di ciascun azionista.

Esso, oltre a dare indicazione del luogo, della data e dell'ora dell'assemblea, contiene informazioni pratiche riguardanti la tenuta della stessa.

In particolare sono indicati i punti all'ordine del giorno sui quali gli azionisti dovranno votare nonché le relative modalità di voto<sup>156</sup>.

L'AFG inoltre raccomanda che ogni risoluzione posta all'ordine del giorno sia accompagnata da informazioni e documenti tali da consentire ai soci di esprimere il proprio voto in maniera informata.

L'*Association* richiede peraltro che per ciascuna risoluzione vengano esplicitate le motivazioni per cui si richiede l'espressione del voto nonché le possibili conseguenze<sup>157</sup>.

Nello specifico, per quel che concerne la nomina dei membri dell'organo di gestione, si prevede che, con riferimento a ciascun candidato, vengano

---

<sup>155</sup> OECD (2013), *Public and private supervision and enforcement practices in 27 jurisdictions*, in *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, OECD Publishing, p. 37, [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions\\_9789264203334-3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions_9789264203334-3-en)

<sup>156</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.22, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>157</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 6, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

comunicati ai soci: le ragioni che ne giustificano la candidatura e dunque le competenze che il candidato potrebbe apportare al board; un *curriculum vitae* dettagliato che indichi le altre cariche che il candidato abbia in altre società francesi o estere, nonché l'eventuale situazione di conflitto d'interessi; i criteri adottati dal consiglio d'amministrazione (o di sorveglianza) per qualificare i candidati indipendenti o meno<sup>158</sup>.

L'AFG inoltre sottolinea la necessità che tutti i documenti e le informazioni, finanziarie ed extra-finanziarie relative all'impresa, siano accessibili ai soci.

Per questo motivo l'*Association* raccomanda che tali documenti vengano pubblicati, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea, sia sul sito della società sia su quello dell'AMF<sup>159</sup>.

Nello specifico ciascun azionista ha il diritto, prima di ogni assemblea, di ottenere informazioni circa: il bilancio d'esercizio e l'eventuale bilancio consolidato; la lista dei membri del board; la relazione sul governo societario redatta dagli amministratori; la relazione del CEO sulla *governance* ed il sistema di controlli interni ed informazioni circa la remunerazione degli amministratori<sup>160</sup>.

---

<sup>158</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 7, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>159</sup> *Ivi*, p. 6,

<sup>160</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.22, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

### 1.1.2 DIRITTO DI ESPRESSIONE DEI SOCI

Gli azionisti, indipendentemente dal numero di azioni possedute, hanno il diritto di presentare domande scritte al board prima di ogni assemblea generale.

Si ritiene che vi sia stata una valida risposta ai quesiti quando la società pubblica la risposta in una apposita sezione del proprio sito a ciò dedicata<sup>161</sup>.

Gli azionisti che detengono almeno il 5% del capitale sociale hanno inoltre il diritto di aggiungere punti all'ordine del giorno.

Questa misura innovativa rappresenta uno strumento ulteriore nelle mani dei soci che consente loro di aprire il dibattito su argomenti che ritengono di particolare importanza ed interesse<sup>162</sup>.

Si noti peraltro che la soglia del 5%, nelle società con capitale sociale superiore ai 15 milioni di euro, si riduce allo 0,5%<sup>163</sup>.

### 1.2 PARTECIPAZIONE E DIRITTO DI VOTO

La disciplina riguardante la partecipazione dei soci in assemblea ed il loro diritto di voto è principalmente dettata dal *code de commerce*<sup>164</sup>.

---

<sup>161</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.22, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>162</sup> *Ivi*, p. 24.

<sup>163</sup> *Ibidem*.

<sup>164</sup> Code de commerce, Libro II, Titolo II, Capitolo V, Sezione 3, art. L225-110 e ss. [http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F46DFF77B7745F6B7BB6AEC7DBF0D2DD.tpdjo06v\\_2?idArticle=LEGIARTI000006224896&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=2220222](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F46DFF77B7745F6B7BB6AEC7DBF0D2DD.tpdjo06v_2?idArticle=LEGIARTI000006224896&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=2220222)

A norma dei questo, ciascun socio ha diritto a partecipare alle assemblee generali e, in occasione di esse, esercita il proprio diritto di voto.

Nello specifico, ha il diritto di votare su ognuna delle risoluzioni poste all'ordine del giorno e di porre questioni orali agli amministratori <sup>165</sup>.

Il *Code de Commerce* riconosce alle società la possibilità di inserire nel proprio atto costitutivo il “diritto di *vote double*”.

Tale diritto può essere attribuito a coloro che sono azionisti della società da almeno due anni.

Si tratta dunque di una sorta di ricompensa per la fedeltà di certi azionisti e di un modo per incoraggiare la *long-term shareholding*<sup>166</sup>.

Tuttavia, poiché attraverso la deroga al principio *one share-one vote*, si potrebbe permettere ad alcuni soci di avere il controllo della società con un numero relativamente esiguo di azioni, l'AFG raccomanda di abbandonare tale pratica<sup>167</sup>.

A differenza di quanto avveniva fino a qualche anno fa, al fine di esercitare il proprio diritto di voto, ogni azionista non ha più l'obbligo di preventivo

---

<sup>165</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 24, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>166</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 8, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>167</sup> *Ibidem*.

deposito delle azioni presso la sede sociale<sup>168</sup>.

Al fine di favorire la partecipazione degli azionisti alle riunioni assembleari è stata introdotta anche in Francia la *record date* grazie alla quale sono stati eliminati i blocchi al trasferimento delle azioni.

La *record date* individua come azionista, e quindi esercente il diritto di voto, colui che è possessore delle azioni fino alla mezzanotte (ora parigina) del terzo giorno lavorativo precedente l'adunanza assembleare<sup>169</sup>.

L'AMF infine raccomanda alle società quotate francesi di predisporre adeguati meccanismi in grado da consentire il voto per delega, e quindi facilitare ulteriormente l'esercizio del diritto di voto anche per coloro che non possano presenziare fisicamente in assemblea<sup>170</sup>.

### 1.2.1 SAY ON PAY

Una novità di straordinario rilievo contenuta nell'ultima versione del codice di autodisciplina dell'AFEP e MEDEF<sup>171</sup> è rappresentata dal c.d. diritto di "Say on Pay" riconosciuto agli azionisti.

---

<sup>168</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 25, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhMIT6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhMIT6CvX13Kc6qA)

<sup>169</sup> *Ibidem*.

<sup>170</sup> Recommandation AMF n. 2012-05, *Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 2012, <http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=I+-+Emetteurs+et+information+financi%C3%A8re&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F8d4c30c1-ea1d-445b-a2ba-e0ed3eab16bc>

<sup>171</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 20, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

Essi infatti, in occasione delle assemblee generali che si terranno a partire dal 2014, avranno il diritto di esprimere il loro voto sulla remunerazione di ciascun amministratore<sup>172</sup>.

Nello specifico, gli amministratori dovranno presentare una “proposta di remunerazione” ed i soci avranno il potere di valutarla e dunque decidere le modalità con cui la remunerazione degli azionisti deve essere ripartita tra parte fissa e parte variabile. Quest’ultima, alla quale si potranno aggiungere *exceptional compensation*, *stock options* e benefit aggiuntivi, dipenderà dalla partecipazione effettiva degli amministratori ai c.d.a (o consigli di sorveglianza) e ai comitati consiliari, nonché all’eventuale particolare ruolo ricoperto (quale ad esempio quello di vice presidente o di amministratore delegato)<sup>173</sup>.

Nonostante il codice AFEP-MEDEF, all’articolo 21.1, sancisca esplicitamente che “l’ammontare globale della remunerazione degli amministratori è decisa dall’assemblea generale”, in realtà quello riconosciuto dell’assemblea è un ruolo essenzialmente consultivo.

Il voto dei soci sulla “proposta di remunerazione” non è infatti vincolante per il board.

Tuttavia, nel caso in cui l’assemblea bocci la proposta avanzata dagli amministratori, questi ultimi dovranno in primo luogo consultare il comitato per le remunerazioni e poi discutere l’argomento nella successiva assemblea dei soci al fine di adottare una decisione che possa accontentare gli azionisti.

---

<sup>172</sup> Jones Day, *AFEP and MEDEF Revise Corporate Governance Code for Listed Companies: "Say on Pay" Comes to France*, 2013, <http://www.jonesday.com/AFEP-and-MEDEF-Revise-Corporate-Governance-Code-for-Listed-Companies-Say-on-Pay-Comes-to-France-07-12-2013/?RSS=true>

<sup>173</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 20, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

Inoltre, a seguito dell'assemblea, il board deve rilasciare un comunicato stampa che verrà inserito sul sito internet della società, in cui esplicita la decisione presa<sup>174</sup>.

### 1.3 INFORMAZIONI *POST* ASSEMBLEARI

Le società quotate francesi hanno l'obbligo di pubblicare sul proprio sito internet i risultati delle votazioni tenutesi in assemblea generale entro il quindicesimo giorno successivo l'adunanza<sup>175</sup>.

Sul sito dovranno inoltre essere indicati il numero totale di voti esercitati e specificati quelli favorevoli, quelli contrari, quelli espressi per corrispondenza e per delega<sup>176</sup>.

Infine gli investitori potranno ottenere informazioni ulteriori consultando particolari siti internet in cui sono specificatamente indicati i risultati di ciascuna votazione riguardante sia i punti all'ordine del giorno sia le eventuali questioni proposte nel corso dell'assemblea agli amministratori da parte dei soci<sup>177</sup>.

---

<sup>174</sup> Jones Day, *AFEP and MEDEF Revise Corporate Governance Code for Listed Companies: "Say on Pay" Comes to France*, 2013, <http://www.jonesday.com/AFEP-and-MEDEF-Revise-Corporate-Governance-Code-for-Listed-Companies-Say-on-Pay-Comes-to-France-07-12-2013/?RSS=true>

<sup>175</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 25, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usq=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhMIT6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usq=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhMIT6CvX13Kc6qA)

<sup>176</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 9, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>177</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 25,

## 1.4 PROTEZIONE DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA<sup>178</sup>

Come evidenziato nel primo capitolo, la realtà societaria francese (al pari della maggior parte dei Paesi dell'Europa continentale) si caratterizza per l'esistenza di un problema di agenzia detto "di tipo 2".

In tale contesto, il disallineamento di interessi, tipico dell'*agency problem*, sussiste tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza.

Al fine di tutelare questi ultimi dai possibili abusi dei primi, l'ordinamento francese ed in particolare l'*Autorité des Marchés Financiers*, riconosce agli azionisti di minoranza specifici diritti che emergono in particolari situazioni.

Tra queste abbiamo l'Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA) obbligatoria.

L'offerta pubblica di acquisto è obbligatoria quando un soggetto (anche in concerto con altri) venga a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso, una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%.

In tale caso, il legislatore impone al soggetto di offrirsi come acquirente per l'intera quantità delle azioni residue e di offrire un prezzo che sia almeno pari al più alto prezzo pagato dallo stesso nei precedenti dodici mesi.

La tutela degli azionisti di minoranza consiste in questo caso nel consentire a coloro (soci di minoranza) che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni.

---

[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>178</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, pp. 25 ss.,

[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

Il legislatore francese, innovando rispetto agli altri Paesi europei, obbliga inoltre l'offerente a presentare una relazione dettagliata che illustri le ragioni che giustificano l'offerta stessa.

Un ulteriore strumento di tutela degli azionisti di minoranza è offerto dall'AMF nel caso in cui vi siano anche semplicemente voci (c.d. *rumors*) circa il possibile lancio di un OPA.

In questo caso infatti l'AMF obbliga colui che si ritenga ragionevolmente, intenzionato a lanciare un OPA, a dichiarare le proprie intenzioni e, se del caso, a sottoscrivere l'offerta.

Se però il soggetto dichiara di non avere intenzione di fare alcuna offerta, allora l'AMF lo intima a non farla anche per i sei mesi successivi.

L'*Autorité des Marchés Financiers* inoltre raccomanda al c.d.a della società target, ed in particolare ad un comitato di amministratori indipendenti della stessa, di nominare un esperto, anch'esso totalmente indipendente, avente il compito di garantire l'equo trattamento degli azionisti di minoranza nel caso di offerta pubblica.

I criteri in base ai quali l'esperto è da ritenersi "indipendente" sono fissati con particolare precisione dalla AMF.

Il legislatore francese tutela gli azionisti di minoranza anche nel caso di "vendita forzata".

Infatti, nel caso in cui l'azionista (o gli azionisti) di maggioranza prenda decisioni capaci di incidere in misura rilevante sull'assetto societario oppure detenga più del 95% dei diritti di voto, con l'approvazione dell'AMF, gli azionisti di minoranza hanno il diritto a ricevere il pagamento delle proprie azioni sotto le medesime condizioni previste nel caso di OPA.

## 2. ORGANO DI GESTIONE

Il consiglio di amministrazione, qualunque sia la sua composizione, “è un organo collegiale che esercita le competenze assegnategli dalla legge al fine di agire nell’interesse dell’impresa”<sup>179</sup>.

Esso è organo strategico e le sue decisioni disegnano l’impegno futuro della società stessa.

Poiché il c.d.a è nominato dall’assemblea dei soci, esso deve agire per conto e nell’interesse degli azionisti e deve essere animato da una vera *affectio societatis*.

La trasparenza, la responsabilità e la disponibilità sono (o dovrebbero essere) i criteri guida della sua azione<sup>180</sup>.

Con la legge sulla *Nouvelle Régulation Economique* del maggio 2001, il legislatore francese ha ridisegnato il ruolo del *Conseil d’Administration* al fine di realizzare un bilanciamento tra i vari “poteri sociali”<sup>181</sup>.

La NRE ha dunque ridotto il potere d’azione del board che oggi vede tra i suoi compiti principali: la definizione della strategia d’impresa, la designazione degli amministratori dotati di poteri esecutivi, la scelta del modello di amministrazione e controllo da adottare e la vigilanza sulla qualità dell’informazione resa al mercato e agli azionisti<sup>182</sup>.

---

<sup>179</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.2, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>180</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, p. 12, [http://www.middleext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middleext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>181</sup> Menjucq M., *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006, p. 1005.

<sup>182</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.2, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

Con la NRE il legislatore francese non si è però spinto fino alla designazione di un unico modello di organizzazione adottabile dalle società quotate<sup>183</sup>.

Come sottolineato dal Codice AFEP-MEDEF (art. 1.3), “l’organizzazione del lavoro del Consiglio, così come la sua struttura, devono essere appropriate alla composizione dell’azionariato, alle dimensioni della società nonché alla natura delle attività da essa svolte”<sup>184</sup>.

Di conseguenza, ogni società ha il compito (e la responsabilità) di adottare la struttura che meglio gli permetta di realizzare l’oggetto sociale.

## 2.1 ORGANIZZAZIONE E STRUTTURA

Il diritto francese, sin dal 1966, offre alle società la possibilità di scegliere tra due sistemi alternativi di amministrazione e controllo:

- il sistema dualistico, caratterizzato dalla presenza di un Consiglio di Sorveglianza ed un *Directoire* (paragonabile al Consiglio di Gestione del modello dualistico italiano) ;
- il sistema monistico che presenta solo un Consiglio di Amministrazione<sup>185</sup>.

---

<sup>183</sup> Menjucq M., *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006, p. 1005.

<sup>184</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 2, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>185</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l’entreprise: critères de decisions*, 2013, p.1, <http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

Inoltre, a partire dalla NRE del 2001, le società che decidono di adottare il sistema monistico hanno la possibilità di scegliere tra due soluzioni alternative:

- separare le funzioni del Presidente del c.d.a da quelle del CEO (Directeur Général);
- avere un unico soggetto che sia al tempo stesso Presidente del c.d.a e CEO (questo soggetto verrà chiamato *Président Directeur Général* o semplicemente PDG)<sup>186</sup>.

In conclusione quindi le società per azioni francesi hanno la facoltà di scegliere tra tre formule di organizzazione dei poteri di direzione e controllo:

- dualistico (Consiglio di Sorveglianza e *Directoire*);
- monistico con separazione tra Presidente e DG
- monistico con PDG

E' opportuno sottolineare che né la legge né l'AFEP-MEDEF privilegia alcuna di queste soluzioni<sup>187</sup>.

È compito del c.d.a scegliere tra i due sistemi di amministrazione e controllo e, nell'ambito del monistico, tra la separazione o meno delle funzioni di Presidente e di Directeur Général.

---

<sup>186</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 2, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usq=AFOjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usq=AFOjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>187</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l'entreprise: critères de décisions*, 2013, p. 1 <http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

Il Codice di autodisciplina dell'AFEP-MEDEF (art. 3.2), sottolinea inoltre che, di tale scelta, devono essere informati sia gli azionisti sia il mercato nel suo complesso attraverso una relazione *ad hoc* oppure inserendo tale informazione nella relazione annuale sul governo societario.

In ogni caso devono essere esposte le ragioni che hanno giustificato la scelta<sup>188</sup>.

Conformemente all'art. 3.2 del Codice AFEP-MEDEF, *l'Autorité des Marchés Financiers* nella sua raccomandazione del 2012, impone alle società che abbiano deciso di modificare il proprio sistema di *governance* di “esporre e motivare questa evoluzione in maniera precisa e circostanziata ed indicare le misure adottate per evitare possibili conflitti di interesse”<sup>189</sup>.

L'AMF inoltre raccomanda alle società che abbiano deciso di dissociare la figura del Presidente da quella di *Directeur Général* di precisare quelli che saranno i compiti specifici dell'uno e dell'altro<sup>190</sup>.

In linea generale, nell'ordinamento francese, il Presidente (tanto del Consiglio di Amministrazione quanto del Consiglio di Sorveglianza), non dispone di ampi poteri. Il suo compito principale è quello di assicurare il buon funzionamento del governo d'impresa.

Si occupa principalmente di convocare il Consiglio, di fissarne l'ordine del giorno e di presiedere i dibattiti ma non dispone di poteri decisionali propri<sup>191</sup>.

---

<sup>188</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.3, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>189</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l'entreprise: critères de décisions*, 2013, p. 4, <http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

<sup>190</sup> *Ibidem*.

<sup>191</sup> *Ivi*, p. 3.

Il Directeur Général, al contrario, a norma del Code de Commerce “è investito dei poteri più estesi per agire in tutte le circostanze in nome della società e rappresenta quest’ultima dei rapporti con i terzi”<sup>192</sup>.

### 2.1.1 SISTEMA DUALISTICO<sup>193</sup>

Il sistema dualistico, come già evidenziato, si caratterizza per la presenza di un *Directoire* e di un Consiglio di Sorveglianza.

Il *Directoire*, composto da due a sette membri, è l’organo collegiale deputato alla gestione dell’impresa e dotato di estesi poteri per agire, in ogni circostanza e nei limiti dell’oggetto sociale, in nome della società.

Esso, oltre alla gestione ordinaria della società, ha il compito di redigere il bilancio d’esercizio e la relazione annuale sul governo d’impresa da presentare all’assemblea dei soci.

Ha inoltre il potere di convocare quest’ultima e di fissarne l’ordine del giorno.

Infine ha l’obbligo di predisporre una relazione trimestrale da presentare al Consiglio di Sorveglianza.

Il *Conseil de Surveillance* è l’organo avente funzione di controllo permanente della gestione sociale.

I suoi membri non hanno alcun potere gestorio e non possono in alcun modo interferire con le attività di amministrazione svolte dal *Directoire*.

Il *Conseil*, nominato dall’assemblea dei soci, provvede a nominare e revocare i membri del *Directoire* nonché a fissarne la remunerazione.

---

<sup>192</sup> Code de commerce, art. L.225-56, modifié par la loi n°2001-420,  
<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000006224060&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>193</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l’entreprise: critères de decisions*, 2013, p. 2,  
<http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

Il principale vantaggio del sistema dualistico risiede nella effettiva separazione tra le funzioni di gestione e controllo.

### 2.1.2 SISTEMA MONISTICO<sup>194</sup>

Nel sistema monistico i poteri sono ripartiti tra il Consiglio di Amministrazione e l'organo di direzione (*l'exécutif*) che si occupa della gestione day-by-day della società.

Il c.d.a (i cui membri possono andare da un minimo di 3 ad un massimo di 18), a differenza del Consiglio di Sorveglianza, oltre ad avere il compito di controllare gli organi incaricati della gestione corrente, si occupa anche della gestione sociale fissando l'orientamento strategico della società e redigendo il bilancio d'esercizio e la relazione annuale sul governo societario.

Il sistema monistico, come già evidenziato, può essere “*dissocié*”, caratterizzato dalla presenza di un Presidente del c.d.a e di un Directeur Général, oppure può essere “*unifié*”, con un unico soggetto incaricato di entrambe le funzioni (PDG).

In quest'ultimo caso, l'AFG (*Association Française de la gestion financière*) e l'AMF (*Autorité des Marchés Financiers*) raccomandano di nominare, tra gli amministratori indipendenti, un “*Administrateur Référent*” (altrimenti conosciuto come *Lead Independent Director*)<sup>195</sup>.

---

<sup>194</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l'entreprise: critères de decisions*, 2013, p.3,

<http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

<sup>195</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012,

[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

La presenza di un *Administrateur Référent* deve essere formalizzata nello statuto della società o nel regolamento interno del Consiglio di Amministrazione<sup>196</sup>.

Tra i suoi compiti vi sono:

- sorvegliare e gestire le situazioni di conflitto d'interessi;
- stabilire, assieme al PDG, l'ordine del giorno delle riunioni del c.d.a aggiungendovi, se necessario, dei punti;
- convocare riunioni eccezionali del c.d.a in caso di bisogno;
- vigilare sul rispetto delle regole di *Corporate Governance* da parte del c.d.a e dei comitati consiliari.

Egli rendere conto del suo operato all'assemblea dei soci<sup>197</sup>.

---

<sup>196</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 13, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>197</sup> *Ibidem*.

### 2.1.3 LA SITUAZIONE ATTUALE

Attualmente, la maggior parte delle società quotate francesi adottano il sistema monistico con PDG (“*système moniste unifié*”)<sup>198</sup>.

Répartition des sociétés selon les formes sociales et le modes de direction adoptés	SBF 120		CAC 40	
	2010	2011	2010	2011
sistema monistico <i>unifié</i>	50%	55%	50%	64%
sistema monistico <i>dissocié</i>	27%	24%	30%	16%
sistema dualistico	18%	16%	17%	17%

<sup>199</sup>

In un clima economico di forte incertezza come quello odierno, tale sistema viene preferito perché più agile<sup>200</sup>.

Il *système moniste unifié* consente di semplificare il processo decisionale e di rafforzare il coordinamento all’interno del board. Permette inoltre alla società

<sup>198</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l’entreprise: critères de décisions*, 2013, p. 3, <http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

<sup>199</sup> *Ibidem.*

<sup>200</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.9, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

di reagire rapidamente ai cambiamenti dell'ambiente competitivo in cui opera e favorisce le relazioni tra il c.d.a e gli azionisti<sup>201</sup>.

## 2.2 COMPOSIZIONE DEL C.D.A

Dopo aver evidenziato quelle che sono le diverse tipologie di struttura che le società per azioni quotate francesi possono adottare, è bene precisare che le disposizioni del codice di autodisciplina dell'AFEP-MEDEF, nonché le raccomandazioni dell'AFG e dell'AMF (sulle quali si basa gran parte della presente trattazione), si riferiscono alle società che adottano un sistema di amministrazione e controllo monistico in cui, cioè, vi è un Consiglio di Amministrazione.

Il Code AFEP-MEDEF infatti, già nel suo preambolo, sottolinea che le società per azioni à *Directoire* e *Conseil de Surveillance*, nell'adottare i principi del codice stesso, devono procedere ai necessari adattamenti<sup>202</sup>.

In linea generale è comunque possibile affermare che le previsioni riguardanti il c.d.a sono applicabili, salvo i pre menzionati adattamenti, anche al Consiglio di Sorveglianza<sup>203</sup>.

---

<sup>201</sup> Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l'entreprise: critères de decisions*, 2013, p. 9,  
<http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

<sup>202</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p.1,  
<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>203</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 10,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

A norma dell'art. 6 del Codice dell'AFEP-MEDEF, “la prima qualità di un c.d.a risiede nell'equilibrio della sua composizione e nella competenza ed etica dei suoi membri”<sup>204</sup>.

Quanto al primo aspetto, ciascun Consiglio di Amministrazione deve interrogarsi su quella che dovrebbe essere la propria composizione ideale (nonché sulla composizione auspicabile dei comitati consiliari) al fine di garantire la presenza di amministratori indipendenti, di amministratori di varie nazionalità e con diverse competenze nonché una equa partecipazione di amministratori di ambo i sessi.

Quanto alle qualità personali degli amministratori, è essenziale che ognuno di essi abbia ottime capacità di giudizio, in particolare con riferimento alle strategie da adottare (qualità che deriva dall'esperienza pregressa); deve essere in grado di individuare i rischi ed i problemi strategici; deve essere presente, attivo e coinvolto nell'attività societaria e quindi interessato al perseguimento dell'interesse sociale<sup>205</sup>.

### 2.2.1 IL MANDATO

Gli amministratori, nominati dall'assemblea generale dei soci, vengono scelti principalmente sulla base delle proprie competenze e quindi sull'apporto che sono (o sarebbero) in grado di dare alla gestione della società.

Tuttavia, così come sottolinea l'art. 13 del codice di autodisciplina, non è possibile richiedere ad un possibile amministratore una conoscenza dettagliata dell'impresa e di tutte le sue attività.

---

<sup>204</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 5, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>205</sup> *Ibidem.*

Per questo motivo ciascun amministratore, così come i membri dei comitati consiliari, devono poter beneficiare di una formazione interna riguardante le specifiche attività svolte dall'impresa nonché le attività che l'amministratore dovrà svolgere nel proprio settore di pertinenza<sup>206</sup>.

Quanto alla durata del mandato, il legislatore prevede che essa debba essere indicata nello statuto e che comunque non possa eccedere i sei anni<sup>207</sup>.

Tuttavia il *code* AFEP-MEDEF e le raccomandazioni dell'AFG, al fine di consentire ai soci di esprimersi con sufficiente frequenza, suggeriscono il mandato degli amministrazioni non ecceda i quattro anni<sup>208</sup>.

Inoltre i mandati devono essere organizzati in modo tale che il loro termine sia scaglionato onde evitare rinnovi in blocco del board.

Nella relazione annuale sul governo societario deve essere indicata la data di inizio e di termine del mandato di ogni amministratore, in modo tale da dimostrare l'effettivo scaglionamento.

Inoltre la relazione deve contenere per ciascun amministratore l'indicazione della nazionalità, dell'età, le principali funzioni esercitate nonché l'eventuale appartenenza ad un comitato consiliare.

Con particolare riferimento all'età, lo statuto societario può imporre un limite massimo per tutti gli amministratori o per una percentuale di essi<sup>209</sup>.

---

<sup>206</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 11, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>207</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p.11, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>208</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 11, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

A norma del codice di autodisciplina tuttavia gli amministratori over settanta non possono essere più di un terzo del totale<sup>210</sup>.

Inoltre il codice di autodisciplina prevede, nonostante la legge non disciplini tale aspetto specifico, che lo statuto o il regolamento interno fissino un numero minimo di azioni che ciascun amministratore deve detenere.

Con particolare riferimento al Presidente, al DG e agli amministratori delegati inoltre, è previsto l'obbligo di detenere per tutta la durata del loro mandato, un numero significativo di azioni fissate periodicamente dallo stesso c.d.a<sup>211</sup>.

## 2.2.2 CONDOTTA E OBBLIGHI DEGLI AMMINISTRATORI

Il legislatore francese, fatta eccezione per specifiche regole riguardanti i profili di incompatibilità con determinate cariche societarie, non disciplina gli specifici obblighi che un amministratore si assume nel momento in cui accetta il mandato<sup>212</sup>.

---

<sup>210</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 12, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>211</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 23, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>212</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 14, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

Tale lacuna viene colmata dai codici di autodisciplina adottati dalle società quotate.

Nello specifico l'art. 20 del codice AFEP-MEDEF esplicita una serie di obblighi catalogati come “*deontologie de l'administrateur*”.

A norma di questi ultimi:

- prima di accettare il mandato l'amministratore si adopera al fine di prendere conoscenza degli obblighi generali e particolari collegati alla sua carica. Deve dunque conoscere i testi legislativi e regolamentari, lo statuto sociale nonché le raccomandazioni contenute nei codici di *best practice*. A tale riguardo l'AFG ritiene che gli amministratori debbano avere “l'interesse ad applicare tali codici”<sup>213</sup>;
- salvo diversa previsione legislativa, l'amministratore deve essere anche azionista della società e detenere un numero significativo di azioni;
- l'amministratore è mandatario degli azionisti e deve agire, in tutte le circostanze, nell'interesse primario della società;
- l'amministratore si obbliga a rendere edotto il c.d.a di ogni situazione che potrebbe causare conflitto di interessi;
- l'amministratore deve partecipare a tutte le adunanze del c.d.a, a tutte le riunioni dei comitati consiliari di cui fa parte nonché alle assemblee generali dei soci;
- l'amministratore ha l'obbligo di agire informato. A tale scopo ha il diritto di chiedere ed ottenere dal Presidente del Consiglio di

---

<sup>213</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 14, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

Amministrazione tutte le informazioni indispensabili per suo intervento;

- l'amministratore ha l'obbligo di mantenere il segreto professionale;

Ogni c.d.a ha la possibilità di integrare questa lista di obblighi e di adattarla alle sue esigenze e particolarità<sup>214</sup>.

### 2.2.3 RAPPRESENTANTI DEI LAVORATORI

Il *code de commerce* prevede che l'assemblea generale nomini amministratore un soggetto scelto tra gli azionisti-dipendenti della società<sup>215</sup>.

Gli amministratori “*salariés*” però non possono eccedere un terzo del numero complessivo di amministratori<sup>216</sup>.

Il *code de commerce* inoltre prevede che, nelle società in cui i dipendenti superano una determinata soglia (cinque mila nel caso in cui la società abbia sede solo sul territorio francese e dieci mila nel caso in cui abbia sede anche

---

<sup>214</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 19, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>215</sup> Code de commerce, art. L.225-23, <http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000006223629&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>216</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 12, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

all'estero), vengano nominati uno o due amministratori che abbiano la funzione specifica di rappresentare i dipendenti<sup>217</sup>.

Queste due particolari tipologie di amministratore (quelli scelti tra gli azionisti-dipendenti e quelli che rappresentano i dipendenti) hanno gli stessi doveri, poteri e responsabilità degli altri amministratori.

Hanno il diritto di esprimersi in c.d.a, l'obbligo di agire nell'interesse della società nel suo complesso (e non solo nell'interesse dei soggetti che rappresentano direttamente) e, come ogni altro amministratore, possono essere designati dal consiglio quali membri dei comitati consiliari<sup>218</sup>.

#### 2.2.4 AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Così come si riscontra nella maggior parte dei Paesi europei, la disciplina riguardante gli amministratori indipendenti è contenuta principalmente nei codici di autodisciplina.

In Francia è infatti il *code* dell'AFEP-MEDEF a disciplinare nel dettaglio questo importante aspetto della Corporate Governance.

A norma dell'art. 9 del *code* “un amministratore è indipendente quando non intrattiene alcuna relazione di nessuna natura con la società, il gruppo cui appartiene ed i suoi organi di gestione, tale da compromettere la sua libertà di giudizio”<sup>219</sup>.

---

<sup>217</sup> Code de commerce, art. L.225-27-1,  
<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000027549687&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>218</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 6,  
<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>219</sup> *Ivi*, p.7.

Inoltre, “per amministratore indipendente si deve intendere non solo l’amministratore non esecutivo, cioè colui che non esercita funzioni gestorie all’interno della società o del suo gruppo, ma anche colui che non è legato a queste da alcun tipo di interesse particolare”<sup>220</sup>.

La presenza di amministratori indipendenti, soprattutto all’interno dei comitati consiliari, è di fondamentale importanza per garantire la qualità delle deliberazioni del board e rappresenta un *benchmark* di riferimento a livello internazionale.

Proprio per l’affidabilità che deriva dalla loro indipendenza, agli amministratori indipendenti vengono solitamente affidati compiti di particolare delicatezza.

Il codice AFEP-MEDEF indica quelli che sono i criteri che devono essere esaminati per poter affermare che un amministratore è indipendente.

Nello specifico, un amministratore per essere considerato indipendente:

- non deve essere, attualmente o nei cinque anni precedenti, dipendente o dirigente della società, né dipendente o amministratore della società madre o di una delle società che rientrano nel bilancio consolidato di questa;
- non deve essere dirigente di una società in cui la società cui appartiene detiene direttamente o indirettamente un mandato di amministrazione o nella quale un amministratore-dipendente o un dirigente della società detiene attualmente (o ha detenuto negli ultimi cinque anni) un mandato di amministrazione;
- non deve essere lui stesso (né essere direttamente o indirettamente legato a) cliente, fornitore o banchiere d’investimento significativo per

---

<sup>220</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 7, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

la società o per il suo gruppo o per i quali la società o il suo gruppo rappresentano una parte significativa della loro attività;

- non deve avere legami familiari con gli amministratori;
- non deve essere stato *commisaire aux comptes* della società nei cinque anni precedenti;
- non deve essere amministratore della società da almeno due anni<sup>221</sup>.

L'indipendenza degli amministratori viene valutata da un apposito comitato consiliare, il Comitato per le nomine, e valutata dal c.d.a dopo la nomina e, successivamente, con cadenza annuale prima della pubblicazione della relazione annuale sul governo societario<sup>222</sup>.

Il c.d.a infatti, dopo la proposta del Comitato per le nomine, deve esaminare caso per caso la situazione di ciascun amministratore per valutare se egli sia nelle condizione di essere definito indipendente, avendo riguardo ai criteri sopra enunciati.

Tuttavia il board può ritenere che un amministratore, nonostante rispecchi i precedenti criteri in realtà, tenuto conto della situazione particolare in cui può versare egli stesso piuttosto che la società, non possa essere qualificato come indipendente

I risultati di questo esame devono essere dunque portati alla conoscenza dei soci che, in occasione dell'assemblea generale, dovranno esprimere il proprio voto.

Quanto al numero di amministratori indipendenti, il codice di autodisciplina stabilisce che “nelle società per azioni con capitale disperso e non sottoposte al controllo da parte di altra società, gli amministratori indipendenti devono essere almeno la metà del numero complessivo, mentre nelle società

---

<sup>221</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 8, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>222</sup> *Ibidem*.

sottoposte ad altrui controllo, gli amministratori indipendenti devono essere almeno un terzo del totale”.

È peraltro fatta la precisazione che gli amministratori scelti tra gli azionisti-dipendenti e quelli che rappresentano i dipendenti non vengono considerati nel computo<sup>223</sup>.

### 2.2.5 BOARD DIVERSITY

In tutti i Paesi europei, i codici di autodisciplina raccomandano alle società di garantire una certa eterogeneità dei propri c.d.a.

I codici fanno riferimento, non solo alle diverse competenze che è auspicabile siano presenti nei board, ma anche alla necessità di internazionalizzazione di questi ultimi.

Soprattutto in Francia, in cui gli investitori internazionali sono molto presenti, questa necessità di fa ancora maggiore<sup>224</sup>.

Tuttavia per il momento, né il legislatore né i codici di *best practice* sono intervenuti per indicare gli specifici requisiti di internazionalità dei c.d.a.

L’AMF dal canto suo, con una raccomandazione del luglio 2010, ha suggerito alle società di inserire tra i propri obiettivi, quello di garantire la diversificazione del board in termini di nazionalità dei propri membri ed internazionalità delle relative esperienze<sup>225</sup>.

---

<sup>223</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 7, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>224</sup> G. Charreux, P. Wirtz, *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Aprea R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p. 106.

<sup>225</sup> Rapport 2010 AMF sur le gouvernement d’entreprise et la remuneration des dirigeants, 2010, <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Rapport-2010-de-l-AMF-sur-le-gouvernement-d-entreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants.html>

Rientrano nel tema della diversificazione del board anche le recenti previsioni che impongono una adeguata presenza di donne con incarichi esecutivi in c.d.a. Di questo aspetto verrà dato conto ampiamente nell'ultima parte dell'elaborato.

### 2.3 COMITATI CONSILIARI

Nei sistemi a proprietà tendenzialmente concentrata, come quello francese, è particolarmente avvertita la necessità di assicurare una gestione corretta e trasparente, soprattutto in quelle materie (come ad esempio il controllo interno e la remunerazione dei managers) in cui è alto il rischio che le scelte degli amministratori siano orientate, anziché al perseguimento dell'interesse sociale, al conseguimento di benefici privati per sé stessi o per altri (come il socio o il gruppo di comando di cui essi sono espressione).

In questa ottica si rende dunque necessario strutturare il board in modo tale che su tali materie sensibili possa esercitarsi un confronto di opinioni orientato effettivamente all'assunzione di decisioni rispondenti agli interessi di tutti gli investitori sociali.

A tale fine risponde la pratica largamente diffusa nelle *best practice* a livello internazionale e fortemente raccomandate dai codici di autodisciplina, di istituire comitati consiliari.

Il numero di comitati e la loro struttura dipende da ciascun c.d.a.

A norma dell'art. 15 del *code* AFEP-MEDEF, “oltre alle missioni devolute al comitato di *audit* da parte del legislatore<sup>226</sup>, è raccomandabile che la

---

<sup>226</sup> Code de commerce, art L823-19,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

remunerazione e la nomina degli amministratori costituiscano oggetto di lavori preparatori effettuati da comitati specializzati, interni al c.d.a.”<sup>227</sup>.

È opportuno sottolineare che la costituzione di comitati interni non deve, in nessun caso, spogliare il c.d.a dei propri poteri.

Esso rimane infatti l’unico organo dotato di poteri decisionali di gestione e l’unico ad essere responsabile della realizzazione dell’oggetto sociale.

I comitati dunque non devono sostituirsi al board ma essere una emanazione che facilita e migliora il lavoro di quest’ultimo.

Al fine di certificare il rispetto di questa regola, il c.d.a inserisce nella relazione annuale sul governo societario una descrizione accurata delle attività svolte da ogni comitato.

In questo modo gli azionisti ricevono tutte le informazioni rilevanti relative ai comitati, la frequenza delle loro riunioni e le attività da essi svolte<sup>228</sup>.

Inoltre ciascun comitato deve essere dotato di un proprio regolamento che ne precisi i compiti ed il funzionamento.

Tali regolamenti devono poi essere approvati dal board.

Nell’esercizio delle proprie attribuzioni, i comitati possono prendere contatti con i dirigenti societari dopo averne dato informazione al Presidente del c.d.a. e rendendo poi conto a quest’ultimo.

Inoltre i comitati possono richiedere l’intervento di esperti esterni su materie di propria competenza, a spese della società e dopo averne dato comunicazione al Presidente del c.d.a.<sup>229</sup>

---

<sup>227</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 12, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>228</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, p. 14, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>229</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 12, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

Anche l'AFG, dal canto suo, riconosce l'importanza dei comitati consiliari e ne raccomanda l'istituzione<sup>230</sup>.

### 2.3.1 COMITATO AUDIT

A norma dell'art. L823-19 del *code de commerce*<sup>231</sup> e dell'art. 16 del codice AFEP-MEDEF, ogni Consiglio di Amministrazione (o Consiglio di Sorveglianza nel caso di sistema e amministrazione e controllo dualistico) deve istituire al suo interno un comitato di audit.

Esso, agendo sotto la responsabilità del c.d.a, assicura il monitoraggio delle procedure relative alla elaborazione e controllo delle informazioni finanziarie e contabili.

Dunque i suoi compiti si esplicano, principalmente, nel momento in cui gli amministratori devono redigere il bilancio d'esercizio e l'eventuale bilancio consolidato<sup>232</sup>.

Quanto alla sua composizione, essa è decisa dal board ma la legge prevede degli obblighi minimi da rispettare.

---

<sup>230</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 14, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>231</sup> Code de commerce, art L823-19, <http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>232</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 13, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

In particolare:

- il comitato di *audit* non può essere composto che da membri effettivi del c.d.a (o Consiglio di Sorveglianza), con esclusione degli amministratori esecutivi;
- almeno un membro del comitato deve avere specifiche competenze in materia finanziaria o contabile e possedere i requisiti di indipendenza previsti per gli amministratori (vedi *supra*)<sup>233</sup>.

Quanto al primo punto il codice AFEP-MEDEF e le raccomandazioni dell'AFG escludono dai possibili membri del comitato audit, oltre agli amministratori esecutivi, anche gli amministratori scelti tra gli azionisti-dipendenti e quelli che rappresentano i dipendenti della società<sup>234</sup>.

Quanto invece al secondo punto, il codice di autodisciplina prevede un vincolo più stringente.

Esso infatti non raccomanda che via sia “almeno un membro indipendente” ma che “almeno i due terzi dei membri del *comité* siano indipendenti”<sup>235</sup>.

Il codice AFEP-MEDEF concorda invece pienamente con il *code de commerce* per quel che concerne le funzioni del comitato audit.

---

<sup>233</sup> Code de commerce, art L823-19,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>234</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p.14,

[http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>235</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 13,

<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

Nello specifico esso si occupa:

- del controllo legale dei conti e assicura la pertinenza dei metodi contabili adottati per la redazione del bilancio d'esercizio e dell'eventuale bilancio consolidato;
- di assicurare un monitoraggio permanente sull'elaborazione delle informazioni finanziarie emesse dalla società;
- di assicurare il monitoraggio dell'efficienza ed efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Il comitato audit deve inoltre rendere conto regolarmente al c.d.a del proprio operato e lo deve informare senza ritardo di tutte le eventuali difficoltà riscontrate<sup>236</sup>.

Il comitato di audit, oltre alle sopra indicate funzioni ricollegate all'esame dei conti societari, ha un altro importante compito che consiste nella selezione e verifica dell'indipendenza dei *Commissaires aux Comptes* (revisore legale).

A tale riguardo, infatti, il comitato deve emettere una propria raccomandazione sul *Commissaire aux Comptes*. Questa deve essere sottoposta al c.d.a e poi presentata all'assemblea generale dei soci chiamata a decidere sulla nomina di quest'ultimo<sup>237</sup>.

Nello specifico il comitato audit vigila sul rispetto dei requisiti di indipendenza del CAC e esamina, assieme a quest'ultimo, quelle che potrebbero essere le situazioni in cui tale indipendenza potrebbe essere messa a rischio nonché le misure di salvaguardia per evitare una tale situazione<sup>238</sup>.

---

<sup>236</sup> Code de commerce, art L823-19,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

<sup>237</sup> *Ibidem*.

<sup>238</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 15,

<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

I legami tra *Commissaires aux Comptes* (da ora in poi CAC) e comitato audit non si esauriscono alla fase di nomina di questi.

In primo luogo l'esame dei conti effettuato dal comitato audit deve essere accompagnato da una relazione del CAC che sottolinei i punti essenziali dei risultati dell'attività del comitato<sup>239</sup>.

Inoltre il *comité* deve scambiarsi regolarmente informazioni con il CAC, anche senza la presenza degli altri amministratori.

A sua volta il CAC deve essere chiamato a prender parte alle riunioni del comitato laddove queste abbiano ad oggetto "l'esame del processo di elaborazione dell'informazione finanziaria e l'esame della contabilità dell'impresa"<sup>240</sup>.

Inoltre il *Commissaire* deve portare il comitato a conoscenza delle lacune e dei punti di debolezza del sistema di controllo interno che siano state individuate durante il proprio operato<sup>241</sup>.

### 2.3.2 COMITATO PER LE REMUNERAZIONI E REGOLE DI DETERMINAZIONE DELLA REMUNERAZIONE

A norma dell'art. 18 del *code AFEP-MEDEF* e dell'art.2.3 del codice dell'AFG, il comitato per le remunerazioni deve composto esclusivamente da amministratori non esecutivi la maggior parte dei quali indipendenti.

Il presidente del comitato deve essere necessariamente un amministratore indipendente<sup>242</sup>.

---

<sup>239</sup> *Ivi*, p. 14.

<sup>240</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 14, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>241</sup> *Ibidem*.

Il codice di autodisciplina raccomanda peraltro che nel comitato vi sia anche un amministratore *salarié* (ovvero un dipendente della società).

Il comitato per le remunerazioni si occupa di presentare al c.d.a proposte riguardanti la remunerazione degli amministratori delegati e degli altri amministratori con incarichi esecutivi e di formulare raccomandazioni in merito all'uso di particolari sistemi di remunerazione (come quelli di incentivazione a base azionaria, *stock options*).

Inoltre esso svolge una funzione di monitoraggio dell'applicazione delle decisioni prese dal c.d.a in merito alle remunerazioni.

Il *comité* deve rendere conto del proprio operato al c.d.a per mezzo di un rapporto annuale in cui espone le attività svolte<sup>243</sup>.

La remunerazione degli amministratori *mandataire sociaux*, ovvero degli esecutivi con responsabilità decisionale, deve tener conto della partecipazione effettiva di questi ultimi alle attività del board e dei comitati consiliari.

Per questo motivo, oltre ad una remunerazione fissa è sempre prevista una preponderante parte variabile.

Gli amministratori ricevono infatti dei “gettoni di presenza” in relazione al ruolo ricoperto e alle attività effettivamente svolte, alla partecipazione ai comitati consiliari, al livello di responsabilità e al tempo che essi dedicano alle proprie mansioni<sup>244</sup>.

Le regole di attribuzione dei gettoni di presenza nonché l'ammontare effettivo di questi deve devono essere dettagliatamente esposte nella relazione annuale sul governo societario<sup>245</sup>.

---

<sup>242</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p.15, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>243</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 18, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>244</sup> *Ibidem*.

<sup>245</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p.15, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

Poiché un'adeguata strutturazione della remunerazione degli amministratori esecutivi concorre in modo determinante ad allineare gli interessi di costoro con quelli degli azionisti, il codice AFEP-MEDEF dedica molte delle sue raccomandazioni alla regole finalizzate alla definizione della remunerazione. All'art. 23 il *code* indica quelli che sono i principi cui il c.d.a ed il comitato si devono attenere per la determinazione della remunerazione.

Tra questi abbiamo:

- esaustività: parte fissa, parte variabile annuale o pluriennale, *stock options*, azioni di performance, vantaggi particolari ed ogni altra componente della remunerazione devono essere considerate nell'ammontare complessivo della remunerazione;
- equilibrio tra gli elementi della remunerazione: ogni elemento deve essere esplicitamente motivato e corrispondere all'interesse generale della società;
- *benchmark*: la remunerazione deve essere coerente con gli standards e le pratiche adottate dalle altre imprese operanti nello stesso settore e negli altri Paesi;
- coerenza: vi deve essere coerenza tra la remunerazione degli amministratori esecutivi e quella degli amministratori non esecutivi e dei dipendenti della società;
- intelligibilità delle regole: le regole riguardanti la strutturazione della remunerazione devono essere il più possibile chiare, stabili nel tempo e trasparenti;
- la determinazione della remunerazione, sia nella sua parte fissa che nella parte variabile deve tener conto delle performance del management, delle pratiche diffuse sul mercato e dell'interesse generale della società<sup>246</sup>.

---

<sup>246</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 21,

Per quel che concerne l'attribuzione agli amministratori di *stock options* e di *actions de performance*, è il Consiglio di Amministrazione che, tenuto conto della situazione della società, delle sue dimensioni e del settore di attività, definisce la percentuale massima di opzioni e di “azioni di performance” che possono essere attribuite agli amministratori<sup>247</sup>.

Inoltre, nell'analisi delle diverse componenti della remunerazione complessiva, il codice AFEP-MEDEF prende in considerazione anche l'indennità che viene accordata al nuovo dirigente che provenga da una società esterna al gruppo cui appartiene la società nonché l'indennità che viene riconosciuta all'amministratore che lascia la società. Il codice però, a tale riguardo, prevede che questa indennità venga a dipendere (nell'*an* e nel *quantum*) dalla performance sociale ascrivibile all'operato del manager uscente<sup>248</sup>.

Infine, il codice considera *l'indemnité de non-concurrence*. Infatti, nel momento in cui un soggetto viene nominato amministratore con incarichi esecutivi, viene obbligato dalla società a sottoscrivere un contratto di non concorrenza che scadrà solo una volta terminato il suo incarico.

Poiché si riconosce all'amministratore una sorta di “perdita” derivante dal fatto di non poter agire in concorrenza alla società, allora viene riconosciuta a quest'ultimo una indennità, che non deve comunque eccedere un tetto massimo rappresentato dalla somma delle remunerazioni (fisse più variabili) di due anni<sup>249</sup>.

---

<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>247</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 25, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>248</sup> *Ivi*, p. 27.

<sup>249</sup> *Ivi*, p. 28.

La strutturazione della remunerazione degli amministratori, fondata sulla proposta del *comité des rémunérations*, deve essere predisposta dal c.d.a, e approvata dall'assemblea dei soci<sup>250</sup>.

Nello specifico il c.d.a deve presentare all'assemblea generale annuale dei soci la remunerazione degli amministratori esecutivi, predisposta dietro proposta del comitato per le remunerazioni.

Questa presentazione esplicita i vari elementi in cui è strutturata la remunerazione nonché l'ammontare globale della stessa.

L'AFG raccomanda a tale proposito che nella relazione annuale sulla gestione vi sia una tabella riassuntiva di tutte le diverse forme di remunerazione<sup>251</sup>.

Viene dunque indicata la parte fissa, quella variabile annuale, quella eccezionale, le *stock options* e le *action de performance*, le diverse forme di indennità previste ed ogni altro genere di vantaggio.

La presentazione del c.d.a viene quindi poi sottoposta al voto consultativo dell'assemblea.

Nel caso in cui la votazione dia esito negativo il c.d.a, sotto il monitoraggio del *comité des remunerations*, convoca una riunione in cui ridiscutere l'argomento e pubblica immediatamente sul sito internet della società un comunicato in cui indica il seguito che intende dare alle aspettative espresse dagli azionisti<sup>252</sup>.

Come sancito dall'art.3 del codice dell'AFG, "il Consiglio di Amministrazione (o quello di Sorveglianza) che decide della remunerazione

---

<sup>250</sup>Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 18, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>.

<sup>251</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p.17, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>252</sup> Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 32, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

degli amministratori esecutivi, è responsabile della pubblicità e trasparenza della politica di remunerazione”<sup>253</sup>.

### 2.3.3 COMITATO NOMINE

Il comitato nomine svolge un ruolo di primaria importanza sia nel momento in cui vengono nominati i nuovi amministratori, sia nella gestione delle successioni sia nel caso in cui, nel corso dell’esercizio, vengano a mancare uno o più amministratori e sia necessario sostituirli.

Il comitato nomine può essere unito al comitato per le remunerazioni oppure esserne disgiunto<sup>254</sup>.

In quest’ultimo caso il codice AFEP-MEDEF stabilisce che al comitato nomine si applicano le stesse regole, quanto a composizione e funzionamento, del comitato per le remunerazioni, con la differenza che del primo potranno far parte anche gli amministratori esecutivi che, invece, hanno divieto di prender parte al secondo.

Le raccomandazioni dell’AFG fanno una precisazione riguardo alla composizione del *comité des nominations*.

Secondo queste ultime, infatti, il comitato deve essere composto da almeno tre membri la maggior parte dei quali indipendenti<sup>255</sup>.

Il comitato nomine chiamato a:

---

<sup>253</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, p.17, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>254</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 16, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>255</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, p.14, [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

- proporre al c.d.a candidati alla carica di amministratore;
- organizzare procedure destinate alla selezione di futuri amministratori indipendenti;
- formulare pareri al c.d.a in merito alle dimensioni del board, alla sua composizione (in particolare per quel che concerne una giusta ripartizione delle cariche tra uomini e donne), nonché alle figure professionali la cui presenza è ritenuta opportuna in c.d.a<sup>256</sup>.

Il comitato nomine riveste un ruolo fondamentale anche con riferimento alla successione degli amministratori.

Esso infatti deve predisporre un vero “piano di successioni” degli amministratori esecutivi.

Infine il comitato svolge una indispensabile funzione di supporto al c.d.a laddove venga a mancare improvvisamente un amministratore e vi sia la necessità di sostituirlo<sup>257</sup>.

Come per ogni altro comitato consiliare, il codice di autodisciplina prevede anche per il comitato nomine l’obbligo di esporre in un rapporto annuale quelle che sono state le attività da esso svolto nel corso dell’esercizio sociale.

#### 2.3.4 RICORSO AI COMITATI CONSILIARI

L’IFA, *Institut Français des Administrateurs*, ha registrato un crescente ricorso ai comitati consiliari raccomandati dai codici di *best practice* da parte delle società quotate francesi.

---

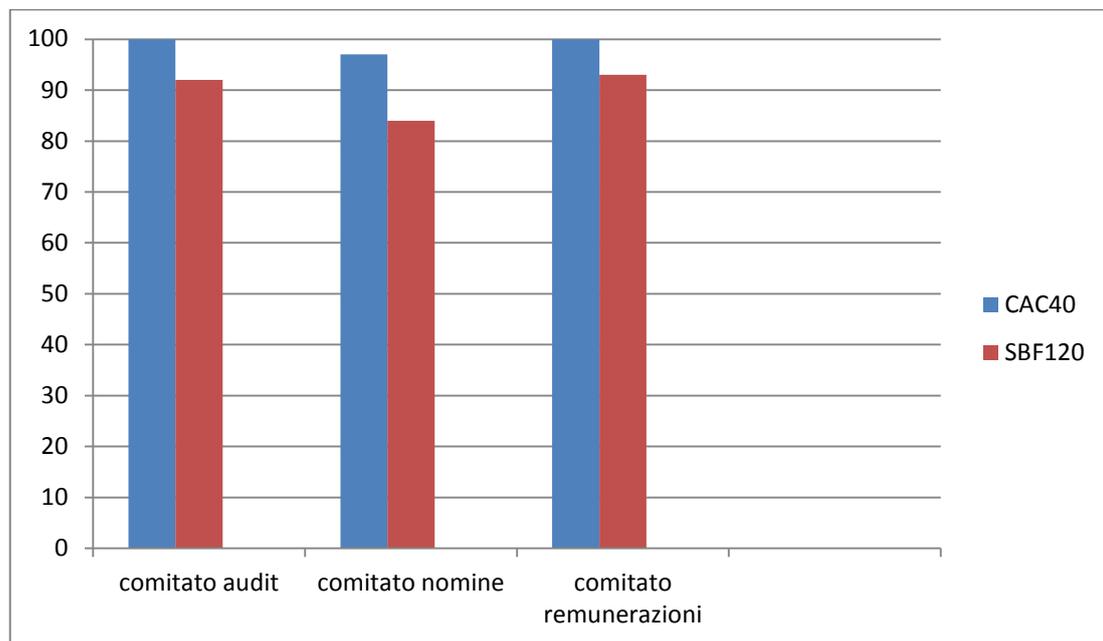
<sup>256</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 17, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>257</sup> *Ibidem*.

Il 100% delle società quotate con indice CAC40 ed il 96% di quelle SBF hanno un comitato audit, superando dunque la media europea del 98%.

Il comitato nomine è costituito nel 97% dei c.d.a delle società CAC40 e nell'84% delle SBF120, laddove la media europea è del 71%.

Infine, la totalità delle imprese quotate CAC40 ed il 93% di quelle SBF ricorrono ad un comitato per le remunerazioni, superando anche in questo caso la media europea fissata al 91%.



258

---

<sup>258</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 20, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

## 3. CONTROLLO SOCIETARIO

### 3.1 COMMISSAIRE AUX COMPTES

Il Commissaire aux Comptes (da ora in poi CAC) è un attore esterno alla società la cui attività caratteristica si articola in una serie di compiti riassumibili nell'espressione "revisione legale dei conti", il cui svolgimento è finalizzato al rilascio di un giudizio professionale sul bilancio.

#### 3.1.1. NOMINA E MANDATO

Le società per azioni francesi hanno l'obbligo di nominare un CAC fin dalla loro costituzione<sup>259</sup>.

Qualora si tratti di società sottoposta all'obbligo di redigere il bilancio consolidato, dovranno essere nominati due CAC<sup>260</sup>

Il primo CAC viene nominato nello statuto mentre gli altri vengono nominati dall'assemblea generale.

Alla sua nomina concorre il comitato audit che emette una raccomandazione che deve essere sottoposta al c.d.a e poi presentata all'assemblea generale dei soci<sup>261</sup>.

---

<sup>259</sup> Commissaire aux Comptes: Seuils,  
<http://www.lecoindesentrepreneurs.fr/commissaire-aux-comptes-seuils/>

<sup>260</sup> Compagnie Régionale des Commissaire aux Comptes, *Les missions du commissaire aux comptes*,  
<http://www.crcc-paris.fr/jeunes-devenir-cac/les-missions-du-commissaire-aux-comptes.html>

<sup>261</sup> Code de commerce, art L823-19,  
<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

Prima di procedere alla nomina del CAC deve essere informata l'*Autorité des Marchés Financiers* che deve emettere un proprio giudizio<sup>262</sup>.

Possono assumere la funzione di CAC sia persone fisiche che società che siano iscritte in un apposito registro conservato presso la corte d'appello e facciano parte di una organizzazione professionale chiamata *Compagnie Régionale des Commissaire aux Comptes* (CRCC).

A sorvegliare l'operato dei CAC provvede l'*Haut Conseil du Commissaire aux Comptes*<sup>263</sup>.

Il mandato del CAC ha la durata di sei esercizi.

Per le società quotate il mandato non è immediatamente rinnovabile ma è necessario che trascorrono almeno due anni dal suo termine per poter nominare nuovamente il medesimo CAC<sup>264</sup>.

Il mandato può cessare per varie cause:

- scadenza del termine;
- revoca per giusta causa da parte dell'assemblea ordinaria per mancata esecuzione della missione, divulgazione di segreti, impedimento dovuto a lunga malattia;
- dimissioni per giusta causa (malattia, incompatibilità sopravvenuta)
- radiazione dall'apposito registro dei CAC conservato presso la corte d'appello<sup>265</sup>.

---

<sup>262</sup> Compagnie Régionale des Commissaire aux Comptes, *Les missions du commissaire aux comptes*, <http://www.crcc-paris.fr/jeunes-devenir-cac/les-missions-du-commissaire-aux-comptes.html>

<sup>263</sup> Commissaire aux Comptes, [http://fr.wikipedia.org/wiki/Commissaire\\_aux\\_comptes](http://fr.wikipedia.org/wiki/Commissaire_aux_comptes)

<sup>264</sup> Méthodes & Accompagnement : Outils AFIGEC : Les caractéristiques françaises du Commissaire aux comptes, <http://www.afegec.com/Methodes-Accompagnement/Outils-AFIGEC/Les-caracteristiques-francaises-du-Commissaire-aux-comptes>

<sup>265</sup> *Ibidem*.

### 3.1.2 REQUISITI E OBBLIGHI DEL CAC

*Conditio sine qua non* per l'esercizio della professione di Commissaire aux Comptes è la profonda conoscenza delle regole giuridiche e contabili<sup>266</sup>.

Peraltro il *Commissaire* ed i suoi collaboratori devono rispettare il segreto professionale sulle informazioni e documenti di cui sono venuti a conoscenza per ragione del loro incarico<sup>267</sup>.

Il CAC deve inoltre essere indipendente. A tal fine è previsto uno stringente regime di cause di incompatibilità.

Tra queste abbiamo:

- il divieto per il *Commissaire* di essere lavoratore dipendente (a meno che non sia alle dipendenze di un altro CAC o sia un insegnante di materie economico- contabile);
- il divieto per il *Commissaire* di esercitare direttamente o indirettamente qualsiasi tipo di attività commerciale;
- il divieto per il *Commissaire* di fornire consigli o prestazione che eccedono la sua missione specifica di controllore legale dei conti;
- il divieto per il *Commissaire* di avere interessi nella società sottoposta al suo controllo;
- il divieto per il *Commissaire* di essere lavoratore della società che controlla o essere nominato amministratore di questa entro i cinque anni dal termine del suo mandato<sup>268</sup>.

---

<sup>266</sup> Comptalia, *Le métier de commissaire aux comptes*,  
<http://www.comptalia.com/metiers/commissaire-aux-comptes.asp#.Ut0YbDZd5jo>

<sup>267</sup> Méthodes & Accompagnement : Outils AFIGEC : Les caractéristiques françaises du Commissaire aux comptes,  
<http://www.afi gec.com/Methodes-Accompagnement/Outils-AFIGEC/Les-caracteristiques-francaises-du-Commissaire-aux-comptes>

<sup>268</sup> *Ibidem*.

### 3.1.3 MISSIONE

Il CAC, “osservatore” indipendente, si occupa della revisione legale dei conti<sup>269</sup>.

Il suo compito è quello di verificare la regolarità e aderenza dei conti annuali. Controlla e garantisce che essi siano l’immagine sincera ed affidabile del patrimonio della società, della sua situazione finanziaria e dei risultati conseguiti<sup>270</sup>.

Inoltre verifica che il bilancio d’esercizio e la contabilità siano conformi alle norme che li disciplinano<sup>271</sup>.

Nell’effettuare le verifiche del caso, il CAC si avvantaggia dei risultati dei controlli svolti dal comitato audit che, non a caso, devono essere accompagnati da una relazione del CAC che sottolinei i punti essenziali dei risultati dell’attività del comitato stesso<sup>272</sup>.

A tale scopo il *comité* deve scambiarsi regolarmente informazioni con il CAC, anche senza la presenza degli altri amministratori.

Nel corso della propria attività di controllo legale il CAC deve comunicare al board e agli azionisti le eventuali irregolarità riscontrate e, nel caso di riscontro di fatti delittuosi, avvertire la magistratura<sup>273</sup>.

---

<sup>269</sup> Commissaire aux comptes,  
[http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes\\_2.html](http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes_2.html)

<sup>270</sup> Comptalia, *Le métier de commissaire aux comptes*,  
<http://www.comptalia.com/metiers/commissaire-aux-comptes.asp#.Ut0YbDZd5jo>

<sup>271</sup> Commissaire aux comptes,  
[http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes\\_2.html](http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes_2.html)

<sup>272</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 15,  
<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>273</sup> Commissaire aux comptes,  
[http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes\\_2.html](http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes_2.html)

Esso inoltre deve immediatamente avviare una procedura di allerta laddove individui delle circostanze capaci di compromettere la continuità dell'esercizio societario<sup>274</sup>.

Al termine del controllo il *Commissaire* redige una apposita relazione per mezzo della quale espone all'assemblea e al Consiglio di Amministrazione le proprie conclusioni e il proprio giudizio.

Nello specifico si può trattare di:

- *certification sans réserves* (giudizio senza rilievi): qualora il bilancio di esercizio e l'eventuale bilancio consolidato risultano conformi alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione e rappresentano in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria nonché il risultato economico dell'esercizio;
- *certification avec réserves* (giudizio con rilievi): qualora il CAC esprima riserve su determinati punti, senza però che questo determini impossibilità di esprimere il giudizio;
- *refuse de certification*: il CAC si rifiuta di esprimere un giudizio dopo aver constatato una non conformità rispetto alle norme contabili e/o non consideri i conti conformi alla realtà<sup>275</sup>.

Il CAC deve essere convocato a tutte le riunioni del c.d.a ( o Consiglio di Sorveglianza) e a tutte le adunanze dell'assemblea dei soci e devono essere messi a sua disposizione presso la sede sociale le scritture contabili, il bilancio nonché la relazione sul governo societario.

---

<sup>274</sup> Méthodes & Accompagnement : Outils AFIGEC : Les caractéristiques françaises du Commissaire aux comptes,  
<http://www.afece.com/Methodes-Accompagnement/Outils-AFIGEC/Les-caracteristiques-francaises-du-Commissaire-aux-comptes>

<sup>275</sup> Comptalia, *Le métier de commissaire aux comptes*,  
<http://www.comptalia.com/metiers/commissaire-aux-comptes.asp#.Ut0YbDZd5jo>

Il CAC ha anche il potere di convocare l'assemblea dei soci.

Al *Commissaire* sono inoltre riconosciuti ampi poteri ispettivi tra cui quello di farsi comunicare in qualsiasi momento tutti i conti sociali e la relativa documentazione e quello di raccogliere informazioni presso terzi<sup>276</sup>.

### 3.2. COMITÉ D'ENTREPRISE

Il *comité d'entreprise* (da ora in poi CE) è l'istituzione rappresentativa dei dipendenti deputato al controllo. Si tratta di un vero strumento di "co-sorveglianza" e di controllo interno.

Il *code du travail* rende obbligatoria l'istituzione del CE laddove la società abbia più di cinquanta dipendenti, soglia che deve essere rimasta stabile per almeno dodici mesi anche non consecutivi nei tre anni precedenti<sup>277</sup>.

I membri del CE sono eletti dai lavoratori dipendenti della società che abbiano almeno tre anni di anzianità.

Il loro mandato ha una durata che va dai due ai quattro anni ed è rinnovabile<sup>278</sup>.

Il *comité d'entreprise* è costituito da:

---

<sup>276</sup> Méthodes & Accompagnement : Outils AFIGEC : Les caractéristiques françaises du Commissaire aux comptes,  
<http://www.afegec.com/Methodes-Accompagnement/Outils-AFIGEC/Les-caracteristiques-francaises-du-Commissaire-aux-comptes>

<sup>277</sup> Ministère du Travail, de l'Emploi, de la Formation Professionnelle et du Dialogue Social, *Le comité d'entreprise*, 2014,  
[http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire\\_1](http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire_1)

<sup>278</sup> *Comité d'entreprise*,  
[http://fr.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9\\_d'entreprise](http://fr.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9_d'entreprise)

- una delegazione di dipendenti il cui numero varia a seconda del numero totale di dipendenti (ad esempio nelle società un numero di lavoratori che va da 50 a 74 il CE è costituito da tre membri, quando il totale va da 75 a 99 i membri del *comité* sono 4, ecc.);
- il datore di lavoro, che assume la carica di Presidente del CE;
- uno o più rappresentanti sindacali.

È opportuno menzionare il *comité d'entreprise* tra i vari strumenti di controllo messi a disposizione dall'ordinamento francese poiché esso va a rafforzare sia le prerogative degli azionisti di minoranza sia la *disclosure* societaria.

Il CE:

- ha il diritto di essere consultato ed informato sulle questioni riguardanti l'organizzazione societaria, sulle misure atte ad incidere sul volume d'affari, sulle condizioni d'impiego e la formazione professionale dei dipendenti nonché sull'andamento economico della società;
- ha il diritto di accedere a tutti i documenti relativi ai conti annuali;
- ha il potere di convocare il CAC per ricevere spiegazioni e chiarimenti circa la situazione finanziaria dell'impresa;
- ha il potere di richiedere che il CAC venga sollevato dal proprio incarico nel caso in cui risulti inadempiente le proprie funzioni;
- può esprimersi su tutte le questioni all'ordine del giorno in occasione delle riunioni del c.d.a (o del *Conseil de Surveillance*) alle quali partecipano obbligatoriamente i delegati del CE;
- ha il potere di innescare la procedura di allerta laddove sia a conoscenza di fatti suscettibili di incidere in modo preoccupante sulla situazione economica dell'impresa e chiedere allo *chef d'entreprise* spiegazioni al riguardo<sup>279</sup>.

---

<sup>279</sup> Ministère du Travail, de l'Emploi, de la Formation Professionnelle et du Dialogue Social, *Le comité d'entreprise*, 2014,

A partire dal giugno 2013 il CE ha anche il diritto di essere consultato circa l'orientamento strategico della società definito dall'organo di gestione.

Il *comité* emette quindi un parere su tale questione potendo proporre degli orientamenti diversi<sup>280</sup>.

### 3.3 EXPERT DE GESTION<sup>281</sup>

Parlando del controllo societario è necessario fare anche un breve accenno alla figura dell'*Expert de Gestion*.

Questa figura venne introdotta nell'ordinamento francese nel 1966.

Suo scopo principale era ed è tutt'ora quello di garantire agli azionisti di minoranza la possibilità di operare una valutazione sull'operato della società.

Per questo motivo l'*Expert de Gestion* viene anche chiamato *Expert de minorité*.

Si tratta di un "consulente tecnico di gestione" incaricato di svolgere l'*Expertise de Gestion*.

Questa misura, regolamentata dall'articolo L 225-231 del *nouveau code de commerce*, permette agli azionisti che rappresentano almeno il 5% del capitale sociale di designare uno o più esperti incaricati di presentare una relazione su una o più operazioni di gestione determinate dai richiedenti.

---

[http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire\\_1](http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire_1)

<sup>280</sup> Ministère du Travail, de l'Emploi, de la Formation Professionnelle et du Dialogue Social, *Le comité d'entreprise*, 2014,

[http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire\\_1](http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire_1)

<sup>281</sup> JDN, journal du net, *L'expertise de gestion : une arme à la disposition des actionnaires minoritaires*,

<http://www.journaldunet.com/juridique/juridique030624.shtml>

La NRE del maggio 2001 ha però creato una “tappa intermedia” al ricorso all’Expert consistente nell’aver precedentemente posto la questione al Presidente del c.d.a.

Solo nel caso di assenza di risposta o di risposta giudicata insoddisfacente gli azionisti potranno richiedere la designazione del consulente.

Sebbene la soglia del 5% sia difficilmente raggiungibile, si tratta non di meno di uno strumento che offre agli azionisti di minoranza la possibilità di farsi una opinione obiettiva su operazioni di gestione che suscitano loro dubbi.

Affinché la domanda di *expertise* sia accettabile è necessario che essa si basi su una o più operazioni specificamente indicate nella richiesta. Essa infatti non può avere ad oggetto la gestione in generale.

Una volta nominato, l’*Expert* redige una relazione sulle operazioni controllate. Se dal rapporto emerge una disfunzione o degli elementi esorbitanti l’ordinaria gestione, allora gli azionisti di minoranza potranno agire per via giudiziaria invocando la responsabilità dei dirigenti<sup>282</sup>.

---

<sup>282</sup> JDN, journal du net, *L’expertise de gestion : une arme à la disposition des actionnaires minoritaires*,  
<http://www.journaldunet.com/juridique/juridique030624.shtml>

#### 4. CORPORATE GOVERNANCE IN FRANCIA E PRINCIPI OECD<sup>283</sup>

I Principi di Governo Societario dell'OECD sono stati approvati nel 1999 ed in seguito aggiornati.

Rappresentano un punto di riferimento e uno strumento di analisi comparativa internazionale per i responsabili dell'elaborazione delle politiche economiche (*policy makers*), per gli investitori, per le società stesse e per le altre parti interessate a livello mondiale.

Essi hanno contribuito a far progredire l'agenda del governo societario e hanno fornito un quadro di riferimento alle iniziative legislative e regolamentari nei Paesi membri e non membri dell'OECD.

Si dividono in 6 parti:

1. Framework per assicurare a tutti i Paesi le basi per un efficace governo societario;
2. Diritti degli azionisti e funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni;
3. Trattamento uniforme degli azionisti;
4. Ruolo degli stakeholders;
5. Disclosure (informazione e trasparenza);
6. Le responsabilità del board (consiglio di amministrazione).

È dunque opportuno effettuare un'analisi dell'effettivo rispetto dei principi di CG dell'OECD da parte delle società quotate francesi.

Si avrà pertanto riguardo alle leggi ma soprattutto alle raccomandazioni sia del codice AFEP-MEDEF, che del codice dell'AFG che a quelle dell'*Autorité des Marchés Financiers*.

---

<sup>283</sup> Principi di governo societario dell'OCSE,

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>

1. Assicurare le basi per un efficace governo societario.

*“L’assetto di governo dovrebbe promuovere mercati trasparenti ed efficienti, essere coerente con la legge e articolare chiaramente la suddivisione delle responsabilità fra le diverse autorità preposte alla supervisione, regolamentazione e alla garanzia della applicazione della norme”.*

I moderni codici di *best practice*, come quelli francesi, tra cui in primis quello AFEP-MEDEF, sono stati redatti avendo riguardo delle linee guida predisposte dall’OECD.

Questo, oltre a risultare coerente con la legge, articola chiaramente i diversi poteri e responsabilità tra i vari organi societari e disciplina un articolato sistema informativo atto a garantire alti livelli di trasparenza, soprattutto a vantaggio degli azionisti di minoranza.

Attualmente, la grande maggioranza delle grandi società quotate francesi sceglie di aderire alle raccomandazioni di questo codice che risulta essere, assieme a quello britannico, uno dei più esigenti<sup>284</sup>, completi e stringenti codici tra i paesi dell’OECD<sup>285</sup>.

2. Diritti degli azionisti e funzioni fondamentali associate alla proprietà delle azioni.

*“L’assetto del governo societario dovrebbe proteggere i diritti degli azionisti e facilitarne l’esercizio”.*

---

<sup>284</sup> S. Joelle, *Le Code de gouvernement d’entreprise de l’AFEP et du MEDEF*, 2011, <http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

<sup>285</sup> Jones Day, *AFEP and MEDEF Revise Corporate Governance Code for Listed Companies: "Say on Pay" Comes to France*, 2013, <http://www.jonesday.com/AFEP-and-MEDEF-Revise-Corporate-Governance-Code-for-Listed-Companies-Say-on-Pay-Comes-to-France-07-12-2013/?RSS=true>

Questo secondo principio si riferisce ai diritti degli azionisti e alla funzione chiave della proprietà.

In Francia gli azionisti sono protetti e tutelati con metodi sicuri di registrazione della proprietà e hanno il diritto di ottenere tempestivamente e regolarmente informazioni rilevanti da parte della società

Hanno poi diritto di esprimere il proprio voto in occasione delle assemblee generali ordinarie e straordinarie, di eleggere e rimuovere i membri del Consiglio di Amministrazione e di prendere parte ai profitti della società.

Quanto al “*diritto degli azionisti di essere sufficientemente informati e di partecipare in modo effettivo e votare nelle assemblee generali degli azionisti nonché essere informati del regolamento di tali assemblee, comprese le procedure di voto*” (lettere B e C del secondo principio OECD), è opportuno ricordare che il codice dell’AFG dedica una intera sezione al diritto ad una congrua informazione *pre assembleare*<sup>286</sup>.

Peraltro l’*Autorité des Marchés Financiers*, nel suo *rapport* finale del 2 luglio 2012 sull’assemblea generale delle società quotate, raccomanda l’istituzione di un “dialogo permanente” *pre* e *post* assembleare tra società e soci<sup>287</sup>.

Inoltre, al fine di “*faciliter la participation à l’assemblée générale*”<sup>288</sup>, viene raccomandato l’utilizzo di mezzi di telecomunicazione, quali la video conferenza, per consentire anche ai soci che non hanno la possibilità di

---

<sup>286</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, pp. 5 e ss., [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

<sup>287</sup> AMF, *Assemblées générales d’actionnaires de sociétés cotées : rapport du groupe de travail de l’AMF pour 2012*, <http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Assemblees-generales-d-actionnaires-de-societes-cotees---rapport-du-groupe-de-travail-de-l-AMF-pour-2012.html>

<sup>288</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d’entreprise – text de référence*, 2013, pp. 5 ss., [http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

presenziare fisicamente alle assemblee, di partecipare attivamente nella vita della società<sup>289</sup>.

Agli azionisti è poi riconosciuto il diritto di porre domande orali agli amministratori durante le assemblee generali<sup>290</sup>.

E' necessario però annotare anche una "anomalia" riguardante il diritto di voto. Infatti, mentre nella maggior parte dei Paesi è invalsa la pratica del *one share – one vote*, il *Code de Commerce* riconosce alle società la possibilità di inserire nel proprio atto costitutivo il "diritto di *vote double*".

Sebbene questa possibilità venga riconosciuta solo a coloro che siano soci da almeno due anni, e abbia lo scopo esplicito di voler "fidelizzare" gli azionisti, può favorire la formazione di blocchi di controllo e condurre dunque ad un aumento delle possibilità di violazione dei diritti degli azionisti di minoranza<sup>291</sup>.

Per questo l'AFG raccomanda di abbandonare tale pratica<sup>292</sup>.

### 3. Trattamento uniforme degli azionisti.

*"L'assetto del governo societario dovrebbe assicurare l'equo trattamento di tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri.*

---

<sup>289</sup> *Ivi*, p. 6.

<sup>290</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 24,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>291</sup> C.B. Ali, *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013, p. 113.

<sup>292</sup> AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013, p. 8,  
[http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

*Ad ogni azionista dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti”.*

A tale proposito il codice AFEP-MEDEF disciplina all’art. 8 che, laddove la società sia controllata da un azionista di maggioranza o da un gruppo di maggioranza (situazione peraltro diffusa in Francia in cui l’azionariato risulta essere particolarmente concentrato tanto da configurare un problema di agenzia di tipo II) quest’ultimo si assume la responsabilità di vigilare al fine di prevenire possibili situazioni di conflitto di interesse e di abuso<sup>293</sup>.

In tale ottica è previsto un importante sistema di protezione degli azionisti di minoranza.

In primo luogo, al fine di tutelare questi ultimi l’ordinamento francese ed in particolare l’*Autorité des Marchés Financiers*, riconosce agli azionisti di minoranza specifici diritti che emergono in particolari situazioni quali l’Offerta Pubblica d’Acquisto (OPA) obbligatoria e la “vendita forzata”.

In secondo luogo, e con particolare riferimento agli azionisti stranieri, risulta ampiamente consigliato alle società quotate di francesi di predisporre tutta la documentazione relativa all’assemblea generale anche in una lingua straniera comunemente usata e ammessa sui mercati finanziari come l’inglese<sup>294</sup>.

Infine, sempre a tutela degli azionisti di minoranza, è prevista la presenza di un numero consistente di amministratori indipendenti nonché la possibilità di nominare un *Expert de Gestion*.

---

<sup>293</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 7, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>294</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, pp. 25 e ss. [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFOjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFOjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

Quanto ai rimedi giuridici offerti agli azionisti, essi si riferiscono principalmente alla possibilità che hanno le associazioni degli azionisti di richiedere la convocazione di un'assemblea generale ricorrendo al tribunale<sup>295</sup>.

#### 4. Ruolo degli stakeholders.

*“L’assetto del governo societario dovrebbe riconoscere i diritti degli stakeholder previsti dalla legge o da mutui accordi e incoraggiare un’attiva cooperazione fra le imprese e tali soggetti al fine di creare ricchezza e posti di lavoro, e di assicurare lo sviluppo durevole di imprese finanziariamente solide”.*

Considerando come *stakeholders* anche i dipendenti della società (così come suggerisce la lettera E di questo quarto principio OECD), i codici di *best practice* francesi risultano essere particolarmente all’avanguardia.

Il codice AFEP-MEDEF ribadisce infatti l’importanza delle norme del *code de commerce* riguardanti la rappresentanza in c.d.a dei lavoratori della società.

Il *code* infatti, come già illustrato in precedenza, prevede che un membro del c.d.a sia scelto tra gli azionisti-dipendenti della società e che uno o due altri amministratori siano incaricati di rappresentare i lavoratori stessi<sup>296</sup>.

Il legislatore francese con la *Nouvelle Régulation Economique* del maggio 2001 e soprattutto con il *Grenelle de l’environnement* dell’ agosto 2009<sup>297</sup> ha

---

<sup>295</sup> OECD (2013), *Public and private supervision and enforcement practices in 27 jurisdictions*, in *Supervision and Enforcement* in *Corporate Governance*, OECD Publishing, p. 37, [http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions\\_9789264203334-3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions_9789264203334-3-en)

<sup>296</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013, p. 6, <http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>297</sup> Grenelle de l’environnement, <http://www.legesteenvironnemental.com/developpement-durable/grenelle-de-l-environnement>

inoltre riconosciuto esplicitamente in capo alle società l'obbligo di realizzare performance non solo economiche ma anche sociali ed ambientali, generando così valore per tutti gli *stakeholders*<sup>298</sup>.

La NRE prevede che le società quotate che rispondono a determinati criteri, abbiano l'obbligo di diffondere informazioni riguardanti la *governance*, l'ambiente e la società (c.d. *ESG information: Environment, Social e Governance*)<sup>299</sup>.

A partire dal primo gennaio 2012 le società hanno dunque l'obbligo di pubblicare nella relazione sul governo societario i dati relativi alla qualità degli interventi finalizzati al raggiungimento di tali obiettivi extra-economici.

La maggior parte delle società quotate CAC40 e SBF120 pubblicano nelle proprie relazioni annuali e nei propri siti internet i dati relativi al proprio "sviluppo sostenibile"<sup>300</sup>

La Francia gioca dunque un ruolo preponderante tra i Paesi dell'Unione Europea per quel che riguarda la "*Corporate Social Responsibility*".

---

<sup>298</sup> M. Andrieux, *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzLUGCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%2520ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzLUGCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

<sup>299</sup> Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012, p. 28, [http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

<sup>300</sup> *Ibidem*.

## 5. Disclosure (informazione e trasparenza).

*“L’assetto di governo societario dovrebbe assicurare una tempestiva e accurata informazione su tutte le questioni rilevanti riguardanti la società, comprese la situazione finanziaria, le performance, gli assetti proprietari, e la governance della società”.*

La trasparenza rappresenta uno dei punti chiave delle raccomandazioni sulla CG francese ed in particolare quelle di AFEP-MEDEF, AFG e AMF dedicano numerosi articoli alla diffusione delle informazioni sottolineandone l’importanza.

Le società quotate francesi infatti diffondono, principalmente attraverso il proprio sito internet, notizie sui soci e sulle assemblee generali (data, ora, luogo, ordine del giorno), sulla composizione del Consiglio di Amministrazione (sui nomi dei membri, la loro posizione e la data di scadenza del loro mandato) e sui risultati ottenuti (relazione sul governo societario e bilancio di esercizio).

Di grande importanza risulta inoltre la *disclosure* della composizione modalità di funzionamento dei vari comitati consiliari.

Il codice di CG dell’AFEP-MEDEF risulta inoltre essere fortemente in linea con i principi OECD laddove prevede l’esistenza di un comitato di audit composto per i due terzi da amministratori indipendenti.

Inoltre l’informazione e trasparenza sono garantite dall’operato del *Commissaire aux Comptes*, ovvero dal revisore legale.

## 6. Le responsabilità del board.

*“L’assetto del governo societario deve assicurare la guida strategica della società, l’efficace monitoraggio della gestione da parte del consiglio d’amministrazione e che il consiglio di amministrazione risponda del suo operato alla società e agli azionisti”.*

Il Consiglio di Amministrazione delle società quotate francesi, così come prescrivono i principi OECD, è guida strategica della società, monitora gli amministratori incaricati della gestione corrente e risponde del proprio operato agli azionisti.

Esso inoltre fissa gli obiettivi di performance dell'impresa, ne monitora attuazione e risultati, da conto dei risultati dell'attività mediante la relazione annuale sul governo societario e predispone il bilancio d'esercizio nonché l'eventuale bilancio consolidato.

La lettera B del sesto principio OECD stabilisce che “il c.d.a deve conformarsi ad elevati standard etici”.

Il code AFEP-MEDEF risponde a questa necessità dedicando l'art. 20 alla deontologia degli amministratori.

Infine gli obiettivi OECD di “allineare le remunerazioni dei principali dirigenti con gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti” e di “assicurare processi formali e trasparenti per la nomina degli amministratori” vengono assicurati dalla presenza nella stragrande maggioranza delle società quotate (sia CAC40 che SBF120) di un comitato per le nomine e di uno per le remunerazioni.

## CAPITOLO IV

### FOCUS: IL RUOLO DELLE DONNE NEI C.D.A. FRANCESI

#### 1. EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA

Negli ultimi anni è notevolmente aumentato l'interesse nei confronti del tema delle pari opportunità tra uomini e donne all'interno delle società di tutto il mondo.

È stata infatti notata una profonda differenza tra i due sessi per quel che concerne soprattutto i ruoli dirigenziali.

Al fine di garantire la parità, e dunque una maggiore presenza delle donne nei Consigli di Amministrazione delle società europee, la Commissione Europea è intervenuta nel marzo 2012 con un Documento sul "l'uguaglianza dei sessi nel mondo degli affari"<sup>301</sup>.

In Francia tuttavia, la necessità di stabilire le c.d. *quotas* era emersa già nel 2006.

Nel marzo di quell'anno infatti, venne promulgata la *loi* n. 340 che tra l'altro, imponeva che gli organi di gestione fossero composti per almeno il 20% da donne<sup>302</sup>.

Questa legge venne però immediatamente abrogata dalla Corte Costituzionale perché contraria alla costituzione nella parte in cui essa vieta discriminazioni (anche positive) tra sessi.

---

<sup>301</sup> *Directive du Parlement européen et du Conseil relative à un meilleur équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse et à des mesures connexes*, Bruxelles, COM 2012/614 final, [http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\\_com\(2012\)0614\\_/com\\_com\(2012\)0614\\_fr.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2012)0614_/com_com(2012)0614_fr.pdf)

<sup>302</sup> G. Leclerc, J. Paddock., *Women on boards* in *Governance Newsletter*, 2011, n. 208, pp. 9-10, set/ott.

Il Parlamento francese però, fermamente convinto della necessità di introdurre le *quotas*, decise allora nel 2008 di apportare un emendamento alla costituzione e, in tale occasione ribadì il principio secondo il quale “la legge promuove l’uguaglianza tra agli uomini e alle donne”<sup>303</sup>.

Anche il codice di autodisciplina delle società quotate AFEP-MEDEF prese atto di tale novità e, a partire dalla sua versione del 2010, introdusse l’art. 6.4 riguardante proprio la presenza delle donne nel board<sup>304</sup>.

Tuttavia il legislatore, non ritenendosi soddisfatto della portata ancora troppo limitata della disciplina, anche a seguito della modifica apportata al codice di *best practice*, decise di intervenire.

È così che il deputato Marie-Jo Zimmermann, stringendo un’alleanza con Jean- François Copè, nel gennaio 2011, è riuscita a far votare e approvare la *loi* 103-2011 sulla “rappresentanza equilibrata di donne e uomini nei c.d.a e nei Consigli di Sorveglianza nonché l’uguaglianza professionale”<sup>305</sup>.

## 2. LA LEGGE COPE’-ZIMMERMANN

La legge 103-2011, chiamata anche legge Copé-Zimmermann o legge sulla “*femminisation des conseils d’administration*”, non si applica però a tutte le società francesi.

Il suo campo di applicazione è infatti rappresentato dalle società per azioni e in accomandita per azioni quotate oppure non quotate ma che, per tre esercizi

---

<sup>303</sup> Représentation des femmes au conseil d’administration, 2011,  
<http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

<sup>304</sup> Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013,  
<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

<sup>305</sup> Représentation des femmes au conseil d’administration, 2011,  
<http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

consecutivi a partire dal 2017, abbiano più di 500 dipendenti ed un volume d'affari di almeno 50 milioni di euro<sup>306</sup>.

Essa si applica inoltre alle società pubbliche<sup>307</sup>.

Si stima pertanto che la loi sia applicabile ad un totale che oscilla dalle 1500 alle 1800 imprese<sup>308</sup>.

La legge prevede però che la *feministaion* del c.d.a avvenga in maniera progressiva ovvero:

- a partire da gennaio 2011 è stato fatto obbligo alle società che presentano le caratteristiche sopra esposte e che non abbiano neanche una donna nel board di nominare, in occasione nella successiva assemblea dei soci chiamata a nominare gli amministratori, almeno un amministratore donna;
- a partire dal gennaio 2014 la quota di donne deve salire ad almeno il 20%
- a partire dal 2017 essa dovrà ulteriormente salire fino al 40%<sup>309</sup>.

La legge inoltre prescrive che tali proporzioni devono avere un carattere permanente quindi, laddove venisse a mancare per qualsiasi ragione un membro donna, questa dovrà essere sostituita con un altro amministratore dello stesso sesso<sup>310</sup>.

---

<sup>306</sup> Représentation des femmes au conseil d'administration, 2011,  
<http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

<sup>307</sup> Conseil d'administration: les femmes prennent (un peu) le pouvoir, 2013,  
<http://www.20minutes.fr/economie/1114825-20130308-conseil-dadministration-femmes-prennent-un-peu-pouvoir>

<sup>308</sup> *Ibidem.*

<sup>309</sup> Le figaro, *Les femmes ont force la porte des conseils d'administration*, 2013,  
<http://www.lefigaro.fr/societes/2013/07/03/20005-20130703ARTFIG00311-les-femmes-ont-force-la-porte-des-conseils-d-administration.php>

<sup>310</sup> Représentation des femmes au conseil d'administration, 2011,

L'uguaglianza tra uomini e donne è quindi diventata, a partire dalla legge Copé-Zimmermann una "preoccupazione" costante per il c.d.a ed il suo Presidente che, ogni anno, nella relazione sul governo societario dovrà illustrare tutte le misure adottate per rispettare i vincoli imposti dalla *loi* stessa<sup>311</sup>.

La legge 103-2011 fissa anche le sanzioni previste in caso di sua mancata o parziale applicazione.

Nello specifico:

- gli amministratori nominati in violazione delle esigenze delle quotas e che determinino una composizione iniqua del c.d.a sono nulle. Sono tuttavia fatte salve le decisioni già adottate da tali membri in modo da garantire la stabilità del processo decisionale;
- fintanto che non venga ricreata l'equilibrata composizione del board, gli amministratori non riceveranno il proprio compenso<sup>312</sup>.

### 3. LA SITUAZIONE ATTUALE

La legge Copé-Zimmermann è stata accolta con enorme, e forse inaspettato, favore.

Nel giugno 2012 le donne detenevano già il 16,2% dei mandati d'amministrazione, (avvicinandosi pertanto con un anno e mezzo di anticipo alla soglia del 20%), contro l'11% presente nel 2009<sup>313</sup>.

---

<http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

<sup>311</sup> Représentation des femmes au conseil d'administration, 2011, <http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

<sup>312</sup> G. Leclerc, J. Paddock., *Women on boards* in *Governance Newsletter*, 2011, n. 208, pp. 9-10, set/ott.

<sup>313</sup> Conseil d'administration: les femmes prennent (un peu) le pouvoir, 2013,

Ma il risultato migliore è stato ottenuto nel 2013 quando si registra che, in media, i c.d.a delle più grandi società francesi, ovvero quelle quotate con indice CAC40, presentano il 24% di donne (contro il 19% della Gran Bretagna, il 17% della Germania ed il 10% dell'Italia)<sup>314</sup>.

Panel des 40 ou 20 premières sociétés par pays	Proportion des femmes dans les Conseils	Proportion d'étrangers dans les Conseils	Part d'administrateurs indépendants dans les Conseils
France	24%	24%	59%
Allemagne	17%	8%	17%
Royaume-Uni	19%	27%	65%
Italie	10%	12%	61%

La Francia è pertanto riuscita, con un anno di anticipo, a raggiungere e addirittura superare la soglia del 20% prevista dalla legge ponendosi in una posizione di avanguardia rispetto agli altri Paesi europei e l'indice CAC40 è divenuto il numero uno in materia di pari opportunità, davanti al Dow Jones e al Footsie<sup>315</sup>.

---

<http://www.20minutes.fr/economie/1114825-20130308-conseil-dadministration-femmes-prennent-un-peu-pouvoir>

<sup>314</sup> La tribune, 24%: la part des femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées en France, 2013,

<http://www.latribune.fr/carrieres/20131010trib000789204/24-la-part-des-femmes-dans-les-conseils-d-administration-des-societes-cotees-en-france.html>

<sup>315</sup> Conseil d'administration: les femmes prennent (un peu) le pouvoir, 2013,

<http://www.20minutes.fr/economie/1114825-20130308-conseil-dadministration-femmes-prennent-un-peu-pouvoir>

#### 4. LE DONNE NEI CDA<sup>316</sup>

Uno studio condotto recentemente dall' *Observatoire de la partiè dans les conseils d'administration*, analizza nel dettaglio la presenza delle donne dei c.d.a francesi ricorrendo ad un campione di ben 243 imprese.

In particolare esso divide le società analizzate in due *compartiments*:

A: composto dalle *Big Caps*, ovvero le società con capitale superiore al miliardo di euro;

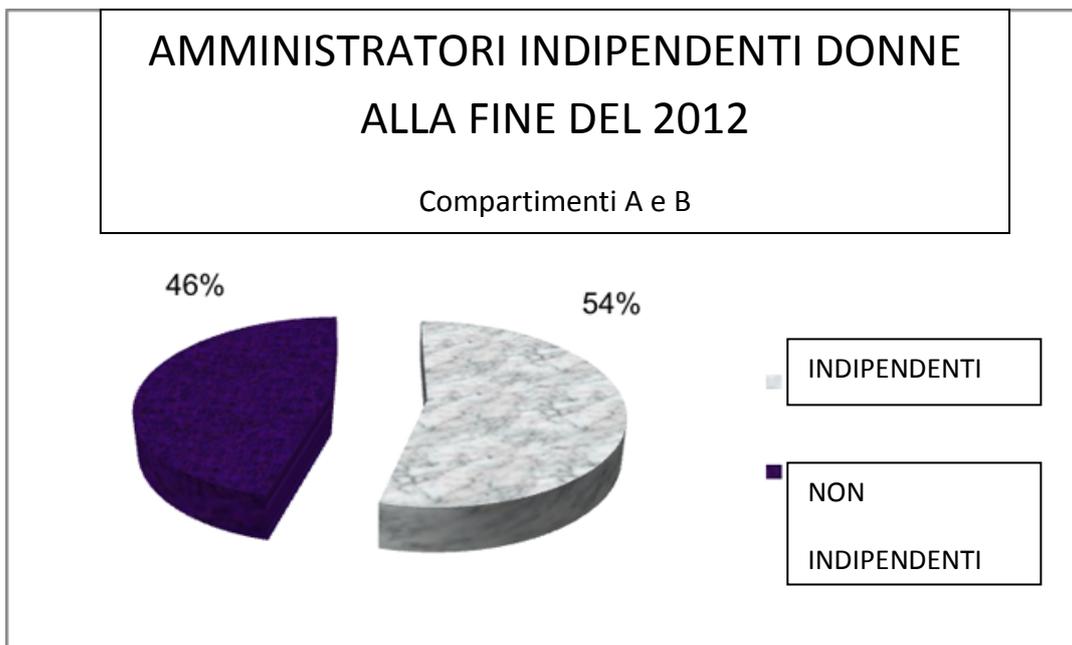
B: composto dalle *Mid Caps*, con capitalizzazione compresa tra 150 milioni ed un miliardo di euro.



<sup>316</sup> Observatoire de la partiè dans les conseils d'administration, *Les femmes dans les conseils d'administration*, 2013, <http://www.observatoire-parité.eu/femmes-dans-les-conseils/>

La presenza di donne è del 27% nei due *compartiments* e rispettivamente 23,3% nell Big Caps e 17% nelle Mid caps.

Vi è inoltre una particolarità rappresentata dal fatto che, nella maggior parte dei casi, gli amministratori indipendenti vengono scelti proprio tra le donne.



Si tratta in ogni caso di donne con precedenti esperienze dirigenziali (il 59% di esse ha alle spalle almeno una esperienza di alta dirigenza) anche a livello internazionale e con un elevato livello di formazione (il 90,8% di esse ha almeno una laurea di master).

## 5. CONCLUSIONI

Le società francesi, come constatato, hanno accolto con estremo favore la legge Copé-Zimmermann raggiungendone in anticipo gli obiettivi.

La volontà di rispettare la legge non ha tuttavia comportato né una modifica né una riduzione dei criteri di selezione e nomina degli amministratori.

## CONCLUSIONI

La presente trattazione ha avuto ad oggetto lo studio delle regole di Corporate Governance applicabili alle società quotate francesi.

A seguito degli scandali finanziari che, partiti dal fallimento nel 2001 della Enron Corporation, hanno in breve tempo coinvolto tutto il mondo, si è constatato quanto le gravi carenze nelle regole del governo societario avessero contribuito a generare la crisi e che quindi fosse necessario un cambiamento di rotta forte e decisivo nella regolamentazione delle società quotate.

In Francia tale cambiamento è stato avviato dalle principali associazioni professionali, l'AFEP (*Association française des entreprises privées*) ed il MEDEF (*Mouvement des entreprises de France*) che con i Viénot Reports del 1995 e 1999 ed il Bouton Report del 2002, posero le basi per l'emanazione del *Code de gouvernemet d'entreprise des sociétés cotées*.

Quest'ultimo, sottoposto a frequenti aggiornamenti, l'ultimo dei quali nel giugno del 2013, costruisce assieme alle raccomandazioni dell'AFG (*Association Française de la gestion financière*) e della AMF (*Autorité des Marchés Financières*) uno dei più completi, stringenti ed esigenti sistemi di Corporate Governance tra i paesi dell'OECD.

La trattazione si è concentrata dunque sull'apporto dato da tali efficienti sistemi di *soft regulation* alla complessa architettura della CG delle società quotate francesi.

Prima di discutere nel dettaglio del quadro normativo attualmente vigente, si è proceduto ad una analisi dei tipici assetti proprietari francesi effettuando un excursus storico per individuare le ragioni che hanno condotto le società francesi ad assumere la classica struttura a proprietà concentrata.

È stato poi brevemente trattato il tema dell'*Agency Problem* nelle sue due accezioni e osservato che, in Francia, esso è di "tipo II" ovvero vi è una forte contrapposizione tra azionisti di maggioranza ed azionisti di minoranza.

Analizzare la Teoria di Agenzia è stato indispensabile per comprendere le ragioni che hanno spinto il legislatore e le associazioni professionali ad articolare in un determinato modo il rapporto tra proprietari, gestori e controllori.

Nel secondo capitolo si è dato conto dell'evoluzione storica degli interventi di *soft regulation* e di diritto positivo che hanno condotto all'attuale quadro normativo ponendo particolare attenzione al codice di autodisciplina dell'AFEP-MEDEF, al suo campo di applicazione e alle regole che esso sottende.

Dopodiché, nel terzo capitolo, è stata analizzata nel dettaglio la classica tripartizione tra Assemblea dei Soci, organo di gestione e controllo societario. Nello specifico, per ciascuno di questi, l'obiettivo è stato quello di riportare ad unitarietà la complessa disciplina ad essi dedicata ma contenuta in diverse fonti talvolta fortemente discordanti.

Con riferimento all'Assemblea dei soci sono stati analizzati i diritti degli azionisti nel loro complesso, tra cui il diritto ad una completa informazione pre e post assembleare, ed è stata posta particolare attenzione agli strumenti posti a tutela degli azionisti di minoranza.

L'attenzione si è poi spostata sull'organo di amministrazione.

Dopo una breve descrizione dei due modelli di amministrazione e controllo adottabili (monistico e dualistico) ed aver sottolineato che, nel caso del monistico, è possibile effettuare una ulteriore scelta tra la dissociazione o meno delle funzioni del Presidente e quelle del *Directeur General* (CEO), è stato constatato che la maggior parte delle società quotate francesi opta per il monistico "unificato", cioè con un unico soggetto che ricopre allo stesso tempo le funzioni di Presidente e di *Directeur General* (c.d. PDG).

Sempre con riferimento all'organo di gestione è stato poi posto l'accento sulle raccomandazioni dei codici di Corporate Governance in tema di amministratori indipendenti ed istituzione di specifici comitati consiliari come

strumenti fondamentali per garantire il rispetto dei principi di buon governo societario, trasparenza e tutela degli azionisti di minoranza.

Sono stati poi illustrati i vari strumenti di controllo messi a disposizione dall'ordinamento.

Tra di essi è stata data particolare attenzione al ruolo e ai compiti del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (*Commissaire aux Comptes*).

Sono stati poi brevemente considerate anche altre due figure previste dall'ordinamento francese in materia di controlli e tutela ovvero il *Comité d'Entreprise* e *Expert de Gestion*.

L'ultima parte del terzo capitolo è stata dedicata ad una analisi critica circa il rispetto o meno dei principi OECD di Corporate Governance da parte delle leggi ma soprattutto delle raccomandazioni sia del codice AFEP-MEDEF, che del codice dell'AFG che da quelle dell'*Autorité des Marchés Financiers*.

È stato verificato che la stragrande maggioranza dei principi OECD risultano rispettati dai Codici di autodisciplina delle società quotate ed è stato evidenziato che il codice dell'AFEP-MEDEF risulta essere, assieme a quello britannico, uno dei più esigenti, completi e stringenti codici tra i paesi dell'OECD.

Da qui è possibile individuare in guisa di conclusione i principali punti di forza e di debolezza della CG francese.

Tra i punti di forza vi è senza dubbio la trasparenza (garantita, tra l'altro, nell'ambito degli obblighi di comunicazione permanente con azionisti e gli *stakeholders*, e nell'ambito dei diritti riconosciuti agli azionisti di minoranza).

Inoltre, grande punto di forza è rappresentato dall'equilibrio tanto nella suddivisione dei compiti tra i vari organi sociali quanto all'interno di essi, e in particolare del CDA in cui tale equilibrio è garantito dalle regole sulla composizione del board nonché dalle disposizioni su missione e ruolo degli amministratori.

Ulteriore punto di forza è rappresentato dall'indipendenza che viene posta come obbligo per un numero elevato di amministratori (per i quali vengono

previsti stringenti requisiti per valutarne l'effettiva terzietà) e che viene imposta come *conditio sine qua non* per la composizione dei comitati consiliari.

Indubbiamente la CG francese presenta anche degli inevitabili punti di debolezza.

Il principale di essi non è però legato alle regole di Corporate Governance, che come visto risultano essere tra le più puntuali ed esigenti, ma alla struttura stessa delle società d'oltralpe.

Esse infatti, come la maggior parte delle società dei Paesi europei, si caratterizzano per un azionariato particolarmente concentrato, sovente nelle mani di una famiglia, e per lo scarso ricorso al mercato.

Ciò risulta essere dovuto alle vicende storiche nonché al ruolo che lo Stato ha avuto nell'economia fino ai primi anni novanta.

Negli ultimi decenni la situazione sta tuttavia cambiando, verso una proprietà più diffusa ed internazionalizzata. Inoltre, a seguito delle massicce privatizzazioni, anche il ruolo dello Stato in economia risulta notevolmente ridimensionato.

L'ultimo capitolo dell'elaborato è un focus su un argomento di particolare interesse e rilievo che ha fatto assurgere la Francia al primo posto tra i Paesi europei.

Si tratta della presenza delle donne nei Consigli di Amministrazione.

L'obbligatoria presenza delle donne non è stata istituita da una semplice raccomandazione (che come tale può essere disattesa, fatto salvo l'obbligo del *comply or explain*) ma deriva da una legge del Parlamento emanata nel 2011 che, nel giro di pochissimo tempo, ha dato dei risultati straordinari.

La legge in questione, loi Copé-Zimmermann del 2011, prevede l'obbligo per le società per azioni e in accomandita per azioni, quotate o non (ma che rispondano a particolari requisiti), di raggiungere entro la fine dell'anno corrente (2014) una presenza del 20% di donne in CDA e di far arrivare tale soglia al 40% entro il 2017.

La loi Copé-Zimmermann è stata accolta con inaspettato e sorprendente favore dalle società francesi, tanto che l'obiettivo del 20% è stato non solo raggiunto ma anche superato già a metà del 2013 e quindi con un anno e mezzo di anticipo, battendo gli altri principali Paesi comunitari e facendo sì che l'indice francese CAC40 sia divenuto il numero uno in materia di pari opportunità.

# BIBLIOGRAFIA

Ali C.B., *Qualité de la publication financière et mécanismes de gouvernance en France* in *Revue Management et Avenir*, n.61, 2013

Ali C.B., Trabelsi S., Summa M.G., *Disclosure Quality and Ownership structure: Evidence from the French Stock Market* in *HAL, sciences de l'homme et de la société*, 2007.

Andres C., Betzer A., Goergen M., Metzger D., *Corporate governance systems* in Baker H.K., *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010.

Baek H.Y., Johnson D.R., Kim J.W., *Managerial Ownership, Corporate governance, and Voluntary Disclosure* in *Journal of Business & Economic Studies*, vol. 15, n. 2, 2009.

Charreux G., Wirtz P., *Corporate governance in France*, in Kostyuk N., Braendle U.C., Apreda R. *Corporate Governance*, Virtus Interpress, 2007, p.301-310

Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, *Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea- Un piano per progredire*, COM 2003/284/fial.

Clacher I., Hillier D., McColgan P., *Agency Theort: Incomplete Contracting and Ownership Structure* in Baker H.K., *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, 2010.

Culpepper P.A., Hall P.A., Palier B., *La france en mutation, 1980-2005*, Paris: Sciences Po, les Presses, 2006.

Goldstein A., *Privatizzazioni e corporate governance in Francia*, in *Moneta e Credito*, vol. 49, n.196, 1996.

Han Kim E., Yao Lu, *Corporate governance reforms around the world and cross-border acquisitions* in *Journal of Corporate Finance*, vol. 22, 2013, p. 236 – 253.

Ibrahim J., *Investor protections and economic growth* , in *Economics Letters*, Elsevier, 2009, vol. 103(1), pages 1-4, April.

Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure* in *Journal of Financial Economics*, vol.3, n. 4, 1976.

La Porta R., Lòpez-de-Silanes F., Shleifer A., *Corporate ownership around the world* in *The journal of Finance*, vol. 54, n.2, aprile 1999.

Le Cannu P., Dondero B., *Le recommandations de l'IFA : un tentative de synthèse des normes de gouvernement d'entreprise*, RTDF, n.3, 2007.

Le Tian C., Venard B., *Pour une approche contingente de la gouvernance* in *Management international*, vol 16, n.2, 2012.

Leclerc G., Paddock J., *Women on boards* in *Governance Newsletter*, 2011, n. 208, pp. 9-10, set/ott.

Menjucq M., *Corporate Governance issues in France*, Londra, BIICL, 2006.

Murphy A.E., *Corporate Ownership in France, the importance of History* in Morck R.K., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, University of Chicago Press, 2005.

Patelli L., Prencipe A., *The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder in European accounting review*, vol. 16, n. 1, 2007.

Poulle J.B., *Reflexions sur le droit souple et le gouvernement d'entreprise*, Harmattan, 2011.

## SITOGRAFIA

Andrieux M., *Gouvernance d'entreprise et compétitivité: quels leviers de valeur durable?*, 2013,

[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%25200ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520\(1\).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIUGCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCsQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.hec.fr%2Fcontent%2Fdownload%2F98954%2F747412%2Ffile%2FMA.Andrieux%2520GOUVERNANCE%25200ET%2520COMPETITIVITE%2520-%2520SOCIETAL80%2520(1).pdf&ei=Kz2oUqWBLMvZygOuoYGgBA&usg=AFQjCNFw4TDzIUGCKn5TJ-cjES85mtUEUA&bvm=bv.57799294,d.bGQ)

AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013,

[http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

AFG, *Recommandations sur le gouvernement d'entreprise – text de référence*, 2013,

[http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations\\_AFG\\_2013.pdf](http://www.middlenext.com/IMG/pdf/Recommandations_AFG_2013.pdf)

AMF, *Assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées : rapport du groupe de travail de l'AMF pour 2012*,

<http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Assemblees-generales-d-actionnaires-de-societes-cotees---rapport-du-groupe-de-travail-de-l-AMF-pour-2012.html>

Centre for Corporate Governance, *Principes de la Gouvernance d'Entreprise- Un cadre fixé par la loi avec des spécificité marquées pour les sociétés cotées*, 2013,

<http://www.corpgov.deloitte.com/site/FraFre/governance-profile/;jsessionid=TMXhSKXb937FLQxyphxV5RfVIGshn71LgwZCdL2Nw22fN7x9fndf!2141436566!NONE>

Code de commerce, Libro II, Titolo II, Capitolo V, Sezione 3, art. L225-110 e ss.

[http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F46DFF77B7745F6B7BB6AEC7DBF0D2DD.tpdjo06v\\_2?idArticle=LEGIARTI000006224896&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=22220222](http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F46DFF77B7745F6B7BB6AEC7DBF0D2DD.tpdjo06v_2?idArticle=LEGIARTI000006224896&cidTexte=LEGITEXT000005634379&dateTexte=22220222)

Code de commerce, art. L.225-56, modifié par la loi n°2001-420

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000006224060&dateTexte=&categorieLien=cid>

Code de commerce, art. L.225-23,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000006223629&dateTexte=&categorieLien=cid>

Code de commerce, art. L.225-27-1,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000027549687&dateTexte=&categorieLien=cid>

Code de commerce, art L823-19,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do?cidTexte=LEGITEXT000005634379&idArticle=LEGIARTI000019900383&dateTexte=&categorieLien=cid>

Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, AFEP-MEDEF, 2013,

<http://www.medef.com/medef-corporate/publications/fiche-detaillee/categorie/economie-1/back/110/article/revision-du-code-de-gouvernement-dentreprise-des-societes-cotees-1.html>

*Comité d'entreprise,*

[http://fr.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9\\_d'entreprise](http://fr.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9_d'entreprise)

Commissaire aux Comptes,

[http://fr.wikipedia.org/wiki/Commissaire\\_aux\\_comptes](http://fr.wikipedia.org/wiki/Commissaire_aux_comptes)

Commissaire aux Comptes,

[http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes\\_2.html](http://www.letudiant.fr/metiers/secteur/audit-comptabilite-gestion/commissaire-aux-comptes_2.html)

Commissaire aux Comptes: Seuils,

<http://www.lecoindesentrepreneurs.fr/commissaire-aux-comptes-seuils/>

Compagnie Régionale des Commissaire aux Comptes , *Les missions du commissaire aux comptes,*

<http://www.crcc-paris.fr/jeunes-devenir-cac/les-missions-du-commissaire-aux-comptes.html>

Comptalia, *Le métier de commissaire aux comptes*,  
<http://www.comptalia.com/metiers/commissaire-aux-comptes.asp#.Ut0YbDZd5jo>

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*, COM 2012/740/final, Strasburgo, 2012,  
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2012:0740:FIN:IT:PDF>

Comunicazione della Commissione: *Europa 2020: Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva*, COM 2010/ 2020/ final  
COM 2011/164/final,  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf#page=2](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf#page=2).

Conseil d'administration: les femmes prennent (un peu) le pouvoir, 2013,  
<http://www.20minutes.fr/economie/1114825-20130308-conseil-dadministration-femmes-prennent-un-peu-pouvoir>

CONSOB: *le line di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*.  
[http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi\\_analisi/quaderni\\_giuridici/qg3.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/studi_analisi/quaderni_giuridici/qg3.html)

*Directive du Parlement européen et du Conseil relative à un meilleur équilibre hommes-femmes parmi les administrateurs non exécutifs des sociétés cotées en bourse et à des mesures connexes*, Bruxelles, COM 2012/614 final,  
[http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009\\_2014/documents/com/com\\_com\(2012\)0614\\_/com\\_com\(2012\)0614\\_fr.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2012)0614_/com_com(2012)0614_fr.pdf).

Haskovec N., *Codes of Corporate Governance*, 2012,  
[http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance\\_Yale\\_053112.pdf](http://web.law.columbia.edu/sites/default/files/microsites/millstein-center/Codes%20of%20Corporate%20Governance_Yale_053112.pdf)

Institut Français des Administrateurs, *Structure de gouvernance de l'entreprise: critères de décisions*, 2013,  
<http://static.talkspirit.fr/voxfemina/media/IFA%20Janvier%202013.pdf>

Institut Français des Administrateurs, *French corporate governance in listed companies-driving growth & attractiveness. A guidebook for investors*, 2012,  
[http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file\\_id%3D202%26fichier\\_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA](http://www.google.fr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CC4QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.ifa-asso.com%2Fdownload.php%3Fmodule%3Dactualites%26file_id%3D202%26fichier_nom%3Dactualite-202.pdf%26name%3Dactualite&ei=CkPNUrOrJcuBywOjrIKABg&usg=AFQjCNH0Xa9KvAcKRbyhM1T6CvX13Kc6qA)

JDN, journal du net, *L'expertise de gestion : une arme à la disposition des actionnaires minoritaires*,  
<http://www.journaldunet.com/juridique/juridique030624.shtml>

Joelle S., *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF*, 2011,  
<http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

Jones Day, *AFEP and MEDEF Revise Corporate Governance Code for Listed Companies: "Say on Pay" Comes to France*, 2013,  
<http://www.jonesday.com/AFEP-and-MEDEF-Revise-Corporate-Governance-Code-for-Listed-Companies-Say-on-Pay-Comes-to-France-07-12-2013/?RSS=true>

La tribune, *24%: la part des femmes dans les conseils d'administration des sociétés cotées en France*, 2013,

<http://www.latribune.fr/carrieres/20131010trib000789204/24-la-part-des-femmes-dans-les-conseils-d-administration-des-societes-cotees-en-france.html>

Le figaro, *Les femmes ont force la porte des conseils d'administration*, 2013,

<http://www.lefigaro.fr/societes/2013/07/03/20005-20130703ARTFIG00311-les-femmes-ont-force-la-porte-des-conseils-d-administration.php>

Lebègue D., *Gouvernance d'entreprise : Hard law et Soft law*, 2011,

<http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

Lo scandalo Enron

<http://www.fisicamente.net/GUERRA/index-234.htm>

Loi n° 2003-706 du 1 août 2003 de sécurité financière,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000428977>

Loi n° 2001-420 du 15 mai 2001 relative aux nouvelles régulations économiques,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000000223114>

Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie,

<http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=JORFTEXT000019283050>

Medef, Rapport annuel sur l'application du code afep – medef, 2012,

<http://www.medef.com/nc/medef-tv/actualites/detail/article/rapport-annuel-2012-sur-lapplication-du-code-afep-medef.html>

Méthodes & Accompagnement : Outils AFIGEC : Les caractéristiques françaises du Commissaire aux comptes,  
<http://www.afigec.com/Methodes-Accompagnement/Outils-AFIGEC/Les-caracteristiques-francaises-du-Commissaire-aux-comptes>

Ministère du Travail, de l'Emploi, de la Formation Professionnelle et du Dialogue Social, *Le comité d'entreprise*, 2014,  
[http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire\\_1](http://travail-emploi.gouv.fr/informations-pratiques,89/les-fiches-pratiques-du-droit-du,91/representants-du-personnel,119/le-comite-d-entreprise,1088.html#sommaire_1)

Observatoire de la parité dans les conseils d'administration, *Les femmes dans les conseils d'administration*, 2013,  
<http://www.observatoire-parite.eu/femmes-dans-les-conseils/>

OCSE, *Principles of Corporate Governance*, 2004, pag. 11, <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

OECD (2013), *Public and private supervision and enforcement practices in 27 jurisdictions*, in *Supervision and Enforcement in Corporate Governance*, OECD Publishing,  
[http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions\\_9789264203334-3-en](http://www.oecd-ilibrary.org/governance/supervision-and-enforcement-in-corporate-governance/public-and-private-supervision-and-enforcement-practices-in-27-jurisdictions_9789264203334-3-en)

Principi di governo societario dell'OCSE,  
<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>  
Public Law 107–204—July 30, 2002 116, Stat. 745,  
<http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>

Rapport 2010 AMF sur le gouvernement d'entreprise et la remuneration des dirigeants, 2010,

<http://www.amf-france.org/Reglementation/Dossiers-thematiques/Societes-cotees-et-operations-financieres/Gouvernement-d-entreprise/Rapport-2010-de-l-AMF-sur-le-gouvernement-d-entreprise-et-la-remuneration-des-dirigeants.html>

Rapport annuel (2012) sur l'application du code Afep – Medef,

<http://www.medef.com/medef-corporate/salle-de-presse/communiqués-de-presse/communiqués-de-presse/article/rapport-annuel-2012-sur-lapplication-du-code-afep-medef-1.html>

Raccomandazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, *Reinforcing the statutory audit in the EU*, COM 2002/590,

<http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=en&ihmlang=en&lng1=en,it&lng2=da,de,el,en,es,fi,fr,it,nl,pt,sv,&val=278522:cs>

Recommandation AMF n. 2012-05, *Les assemblées générales d'actionnaires de sociétés cotées*, 2012,

<http://www.amf-france.org/Reglementation/Doctrine/Doctrine-list/Doctrine.html?category=I+-+Emetteurs+et+information+financi%C3%A8re&docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F8d4c30c1-ea1d-445b-a2ba-e0ed3eab16bc>

Recommandation AFG, 2013,

[http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com\\_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en](http://www.afg.asso.fr/index.php?option=com_content&view=article&id=98&Itemid=87&lang=en)

Représentation des femmes au conseil d'administration, 2011,

<http://www.fasken.com/fr/publications/detail.aspx?publication=5950>

Risoluzione del Parlamento europeo del 29 marzo 2012 su un quadro in materia di governo societario delle imprese europee, cfr. punto 41, P7\_TA(2012)0118,  
<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P7-TA-2012-0118+0+DOC+XML+V0//EN&language=EN>.

Simon J., *Le Code de gouvernement d'entreprise de l'AFEP et du MEDEF* in *Le petit juriste*, 2011,  
<http://www.lepetitjuriste.fr/droit-des-affaires/droit-des-societes/la-gouvernance-dentreprise-de-la-regulation-a-lautoregulation>

Votre-administrateur, *Codes de gouvernance*, 2013,  
<http://www.votre-administrateur.com/espace-reglementaire/codes-de-gouvernance/>