



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

Il modello di corporate governance olandese.
L'analisi della struttura di Heineken N.V. e del Gruppo Unilever.

RELATORE:

CH.MO PROF. FRANCESCO NACCARATO

LAUREANDA: LAURA PAVANELLO

MATRICOLA N. 1206563

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

A handwritten signature in black ink, reading "Laura Pavesello". The signature is written in a cursive style with a long horizontal stroke at the end.

INDICE

| | |
|---|----------|
| INTRODUZIONE | 3 |
| | |
| CAPITOLO I: I PRINCIPALI MODELLI DI CAPITALISMO E IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE IN OLANDA | 5 |
| | |
| 1.1. Corporate Governance: definizione ed evoluzione storica | 5 |
| 1.2. L'importanza della corporate governance e i differenti modelli di capitalismo..... | 7 |
| 1.2.1. Il modello anglosassone | 10 |
| 1.2.2. Il modello tedesco | 14 |
| 1.2.3. Il modello latino | 20 |
| 1.2.4. Convergenza tra sistemi di corporate governance | 25 |
| 1.3. Il sistema di corporate governance olandese | 28 |
| 1.3.1. Evoluzione del contesto storico e della normativa societaria | 28 |
| 1.3.2. Il sistema di governo societario previsto dalla <i>Dutch Company Law</i> e i Codici di Corporate Governance olandesi | 31 |
| 1.3.3. Il Codice di Corporate Governance del 2016 | 35 |
| 1.3.4. I sistemi <i>one-tier</i> e <i>two-tier</i> | 38 |
| 1.3.5. Il <i>Management Board</i> e il <i>Supervisory Board</i> : funzioni e composizione | 41 |
| 1.3.6. L'indipendenza nei <i>Boards</i> e il ruolo del Presidente del consiglio di sorveglianza | 49 |
| 1.3.7. I comitati interni e l' <i>external auditor</i> | 51 |
| 1.3.8. Le politiche remunerative e il <i>Say on Pay</i> degli azionisti | 52 |
| 1.3.9. Il <i>General Meeting</i> degli azionisti e la struttura proprietaria delle società olandesi..... | 54 |
| 1.3.10. La codeterminazione dei lavoratori: i <i>Works Councils</i> e le organizzazioni sindacali..... | 56 |

| | |
|---|----------------|
| CAPITOLO II: I MECCANISMI DI CORPORATE GOVERNANCE DI HEINEKEN N.V. E UNILEVER..... | 59 |
| 2.1. Heineken N.V.: un percorso storico di successo | 59 |
| 2.1.1. Il codice di condotta aziendale | 63 |
| 2.1.2. La scelta del <i>two-tier system</i> | 64 |
| 2.1.3. Le caratteristiche degli organi societari | 66 |
| 2.1.4. I comitati interni e la funzione di <i>audit</i> | 73 |
| 2.1.5. I piani remunerativi..... | 75 |
| 2.1.6. L’assetto proprietario e l’assemblea generale degli azionisti | 78 |
| 2.1.7. Il senso di appartenenza alla famiglia Heineken..... | 80 |
| 2.1.8. Il Gruppo Heineken e il modello renano..... | 81 |
| 2.2. La multinazionale anglo-olandese Unilever | 83 |
| 2.2.1. Il modello per la creazione di valore | 86 |
| 2.2.2. La struttura organizzativa del gruppo | 87 |
| 2.2.3. I <i>Boards</i> di Unilever N.V. e PLC..... | 89 |
| 2.2.4. I comitati aziendali..... | 94 |
| 2.2.5. Le politiche remunerative del gruppo | 97 |
| 2.2.6. La compagine azionaria e il <i>General Meeting</i> degli azionisti..... | 102 |
| 2.2.7. La relazione con la forza lavoro..... | 104 |
| 2.2.8. I tratti distintivi di Unilever | 105 |
| 2.3. Gli <i>Stakeholders models</i> di Heineken e Unilever a confronto | 106 |
| CONCLUSIONE | 109 |
| BIBLIOGRAFIA | 113 |
| SITOGRAFIA..... | 127 |

INTRODUZIONE

I complessi sistemi di relazioni in cui le realtà societarie sono immerse e l'avvento della globalizzazione hanno reso necessario uno studio approfondito dei meccanismi che regolano il governo e il controllo societario. Gli eventi positivi e negativi, che hanno caratterizzato il panorama internazionale degli ultimi decenni, hanno portato a comprendere la crucialità della corporate governance all'interno del diritto societario di ogni paese. Proprio per questo motivo, le organizzazioni mondiali ed europee si sono attivate emanando principi comuni per rafforzare la normativa in vigore in ogni nazione e richiedendo la redazione di nuovi codici di corporate governance, così da preparare le società in vista dei cambiamenti delle condizioni e delle esigenze dell'ambiente esterno. Le *best practices* hanno contribuito a ridisegnare i ruoli degli organi della gestione all'interno delle organizzazioni e a rivalutare l'impatto degli *stakeholders* nelle scelte aziendali. La corporate governance, se intesa in una concezione allargata, infatti, non riguarda solamente i meccanismi di funzionamento dell'impresa, bensì anche le regole che stabiliscono la suddivisione dei poteri e delle responsabilità nelle varie posizioni di vertice, le modalità dei processi decisionali e del sistema di controlli interno e la partecipazione degli azionisti e degli altri soggetti coinvolti nelle attività di governo societario. Gli *stakeholders* si stanno rivelando sempre più delle figure essenziali per il successo di un'impresa, sia per la progettazione dei percorsi di crescita di lungo termine sia per la creazione di valore nel breve periodo.

Nonostante la corporate governance sia un fenomeno internazionale, con fondamenta condivise in tutte le nazioni, presenta particolarità differenti in ciascuna di esse che derivano dall'adattamento dei principi alla loro storia e alla loro cultura. I valori radicati in determinati territori hanno prodotto la creazione di alcuni modelli di corporate governance, i cui tratti tipici sono facilmente riconoscibili in diverse realtà societarie. La prima parte del Capitolo I è infatti focalizzata sulla descrizione delle caratteristiche dei tre principali modelli di capitalismo: anglosassone, latino e renano. Per ciascuno di essi ho approfondito la struttura interna delle società, l'assetto proprietario, il ricorso al mercato dei capitali e in linea generale il grado di coinvolgimento degli *stakeholders* nelle attività di governo.

Il modello anglosassone si contraddistingue per l'orientamento verso la massimizzazione del valore per gli azionisti, che spesso sono investitori istituzionali e detengono quote non rilevanti del capitale sociale. Dal lato opposto, le organizzazioni dei modelli latino e renano solitamente possono contare sul controllo da parte di un azionista di riferimento o di una proprietà concentrata. Talvolta, però, trovano difficoltà nel reperire le risorse finanziarie necessarie per le attività di investimento.

L'obiettivo successivo dell'elaborato è quello di analizzare le caratteristiche maggiormente diffuse nel sistema di corporate governance delle società olandesi, sulla base delle norme del diritto societario dell'Olanda e delle regolamentazioni attualmente in vigore, ed evidenziare gli aspetti che li rendono simili ai modelli adottati in altri paesi. Dopo un inquadramento del profilo storico, ho esaminato i dati relativi agli organi societari cercando di capire quali fossero le scelte adottate con maggiore frequenza e quali effetti positivi e negativi potessero scaturire dalle medesime.

Il modello di corporate governance olandese ammette la possibilità di adottare alternativamente il sistema monistico, con un unico consiglio incaricato della gestione e del controllo societario, e quello dualistico in cui invece vi è una separazione delle funzioni tra il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza. Tale impostazione giuridica giustifica la mia scelta di descrivere nel Capitolo II due società con sede in Olanda e quotate presso la Borsa Euronext di Amsterdam: Heineken ed Unilever. Si tratta di due gruppi che detengono quote di mercato importanti nel loro settore di appartenenza, ma che hanno basato i loro *business models* su obiettivi e valori differenti. Il confronto tra le due società di caratura internazionale e la ricerca di affinità con il modello di corporate governance olandese e con i principali modelli di capitalismo, mi hanno permesso di comprendere le motivazioni che giustificano l'impostazione interna e il diverso approccio verso l'ambiente esterno dei due gruppi.

CAPITOLO I

I PRINCIPALI MODELLI DI CAPITALISMO E IL SISTEMA DI CORPORATE GOVERNANCE IN OLANDA

1.1. Corporate governance: definizione ed evoluzione storica

L'insieme dei meccanismi di controllo e dei processi che coinvolgono quotidianamente le società, di qualsiasi forma giuridica e settore, devono essere gestiti in modo sistemico, tenendo conto dell'insieme delle relazioni intrattenute con i diversi attori dell'ambiente interno ed esterno. La struttura di corporate governance deve essere attentamente progettata in modo da assicurare la continuità della vita aziendale, il buon andamento economico e l'equilibrio tra le finalità perseguite e le pretese dei portatori di interessi alla luce dei contributi da essi forniti.

Le tematiche affrontate nelle procedure di gestione dell'impresa coinvolgono il mondo societario sin dal diciassettesimo secolo. Difatti, nonostante i fenomeni associativi aventi ad oggetto l'esercizio di un'attività d'impresa fossero già presenti dal XII-XIII secolo d.C., fu con l'espansione delle colonie e l'intensificazione del commercio mondiale che vennero istituite le fondamenta della moderna società per azioni. La capostipite di questo tipo societario è rintracciabile nella Compagnia delle Indie Orientali. La sua struttura di governance era formata da due organi principali: il *General Court* (o *Court of Proprietors*) e il *Court of Directors*¹. Il primo era composto da coloro che avevano effettuato un investimento nella compagnia che li qualificava come detentori del diritto di voto, mentre il secondo era costituito da un Governatore, da un suo vice e da altri ventiquattro direttori ai quali erano affidati compiti amministrativi e di gestione dell'attività economica. Anche se alcuni aspetti della struttura interna sembrano simili a quelli attuali, ciò che più accomuna la Compagnia alle realtà societarie moderne sono le sfide che erano chiamate ad affrontare: problemi di controllo, situazioni di asimmetria informativa e bilanciamento degli interessi degli azionisti e degli altri *stakeholders*.

¹ Il *Court of Directors* era assistito da una serie di comitati che aiutavano il consiglio a prendere le decisioni più appropriate, ciascuno nella materia di loro competenza. La Compagnia delle Indie Orientali già aveva quantificato l'importanza della figura degli *executives* ed in particolare dell'Amministratore Delegato (*Chief Executive*) per la vita nel lungo periodo della società: la loro nomina era effettuata sulla base di criteri di tipo personale, come la fiducia, piuttosto che di carattere oggettivo. Fonte: CADBURY, A., 2002. *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*. Oxford: Oxford University Press.

Nonostante la nascita nel diciannovesimo secolo delle società a responsabilità illimitata prima e a responsabilità limitata più tardi, fu con la pubblicazione dell'opera "*The Modern Corporation and Private Property*" di Adolf Berle e Gardiner Means nell'anno 1932 che si svilupparono i primi veri dibattiti sulla corporate governance. Dopo un attento studio di alcune grandi società statunitensi², gli autori affermarono che coloro che legalmente detenevano la proprietà delle quote azionarie erano distaccati rispetto alle persone alle quali veniva affidato il controllo dell'impresa. Il diritto societario delle moderne organizzazioni distrusse così il concetto di proprietà, portando all'era del capitalismo manageriale.

La questione della separazione tra proprietà e controllo condusse allo sviluppo negli anni Sessanta delle Teorie manageriali d'impresa e alla contrapposta creazione di un meccanismo di tutela per gli azionisti (il Mercato per il controllo societario). L'idea di fondo di quest'ultima iniziativa derivava dal possibile verificarsi di comportamenti opportunistici da parte dei dirigenti, in quanto costantemente orientati al perseguimento di obiettivi di fatturato, strettamente correlati all'ottenimento degli incentivi a breve termine previsti dal contratto, a scapito della massimizzazione del profitto. Si cercò pertanto di ridurre l'eccessiva influenza del management sulle decisioni assunte dal Consiglio di Amministrazione attraverso l'introduzione al suo interno di un nuovo sistema di *checks and balances*, aumentando l'azione di sorveglianza. Fu così ipotizzata la nomina di amministratori esterni scelti tra soggetti completamente estranei rispetto al profilo economico della società in modo da assicurarne l'autonomia di giudizio e l'ingresso nel CdA di *Audit Committees* formati da amministratori non esecutivi.

La riaffermazione del pensiero liberista negli anni Ottanta diede vita ad una serie di critiche nei confronti di questa linea di pensiero e delle grandi organizzazioni, in quanto quest'ultime ponevano in essere la loro attività sottovalutando le loro responsabilità sociali. A ciò si aggiunse un'ondata di scandali finanziari per l'adozione di pratiche illegali (come il reato dell'*insider trading*) che fecero riemergere l'importanza della funzione di controllo. L'origine di questi scandali fu in parte attribuita all'eccessiva interferenza del management nelle decisioni del consiglio e alla scarsa trasparenza sui meccanismi di funzionamento della società.

² Le formulazioni di Berle e Means erano essenzialmente fondate sulla relazione esistente tra la quota dell'azionista di maggioranza e il compito del controllo. Attraverso l'analisi di tre importanti società americane (Pennsylvania Road, American Telephone & Telegraph Co. e Steel Co.) evidenziarono che data una partecipazione al capitale piuttosto bassa dello *shareholder* principale, il controllo veniva in concreto trasferito ai managers. Fonte: BERLE, A., e MEANS, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.

Tali fenomeni negativi aggiunti ad altri sconvolgimenti economici globali legati soprattutto al passaggio da un sistema di economia pianificata ad un'economia di mercato, dopo il fallimento dell'esperienza sovietica, fecero incrementare l'interesse degli studiosi verso la corporate governance.³ In particolare, si iniziarono a richiedere maggiori direttive e consigli circa le modalità di gestione delle società, dato il più importante coinvolgimento degli investitori istituzionali nelle compagini societarie e la perenne distanza tra obiettivi dell'organo amministrativo e quello esecutivo. Sulla spinta di queste iniziative vennero redatti i primi Codici di Autodisciplina⁴, le cui finalità erano riconducibili alla riduzione dell'abuso del potere da parte del management e al bilanciamento degli interessi dei diversi *stakeholders*.

1.2. L'importanza della corporate governance e i differenti modelli di capitalismo

All'apertura del Terzo Millennio il ruolo rivestito dalla Corporate Governance nell'economia fu chiaro a tutto il sistema. Dopo il boom di scandali finanziari scoppiato a partire dagli anni Ottanta, la bolla speculativa delle dot-com e la serie di fallimenti di grandi società avvenute tra gli anni 2001 e 2002⁵, si comprese che il mercato non stava operando in modo efficiente e che era necessario progettare delle regole in grado di correggerne il funzionamento. A tale scopo nel Luglio 2002 con la firma dello *Sarbanes-Oxley Act* (rivolto alle società quotate alla Borsa di New York) furono introdotte nuove misure consistenti nell'incremento delle responsabilità del management, in pene più severe nel caso di compimento di reati e nell'affermazione dell'indipendenza delle società di revisione, associata all'istituzione di un'autorità di controllo esterna. L'azione di creare un sistema societario più trasparente, circa l'informazione economico-finanziaria, sommato all'attribuzione di maggiori poteri agli azionisti di minoranza rispondeva all'obiettivo di far riacquistare agli investitori la fiducia sulla sicurezza e sull'affidabilità del mercato.

³ ZATTONI, A., 2015. *Corporate Governance*. EGEA. Milano.

⁴ Il primo codice fu il Codice Cadbury, redatto in Gran Bretagna da un comitato incaricato anche della predisposizione di un rapporto sulla corporate governance delle società anglosassoni. Gli argomenti principali trattati riguardavano: la *leadership*, l'efficacia, l'*accountability*, la remunerazione e la relazione con gli azionisti. Ad esso seguirono l'emanazione di altri codici di autodisciplina da parte degli altri paesi europei tra i quali occorre menzionare il rapporto Vienot (in Francia), il *King Report* (in Sud Africa), il rapporto Peter in Olanda (1997) e il codice di autoregolamentazione delle società quotate presentato in Italia nel 1999. Fonte: ZATTONI, A., 2015. *Corporate Governance*. EGEA. Milano.

⁵ Tali eventi causarono un incremento della disoccupazione, perdite di miliardi di dollari ed altre conseguenze negative per l'economia mondiale, ed in particolare per quella statunitense che in quell'arco temporale registrò il fallimento di sette grandi società americane (tra le quali Enron, Tyco, Adelphia, Arthur Andersen, WorldCom e Global Crossing). Fonte: MONKS, R.A.G., e MINOW, N., 2011. *Corporate Governance*. 5° ed.. Chichester: John Wiley and Sons Ltd..

Nonostante la crescita economica raggiunta in quegli anni, l'efficacia delle nuove disposizioni fu messa in dubbio con l'avvento della crisi finanziaria del 2007, che si propagò in tutti i paesi del mondo portando ad una grave recessione economica. Ciò indusse i legislatori e gli studiosi a ricercare nuove *best practices* per rinforzare sia la normativa in vigore (*Hard law*) sia i codici di corporate governance (*Soft law*; Grafico 1). Quest'ultimi possono essere emanati da organizzazioni internazionali (istituzioni mondiali e dell'Unione Europea), dalle autorità nazionali di ciascuno stato e internamente da ciascuna società. I *Corporate Governance Codes* “non sono formalmente vincolanti, sono emessi da comitati di esperti, flessibili nella loro applicazione, costruiti sul meccanismo di mercato per la valutazione delle differenze e per natura evolutivi”⁶. È infatti permesso a ciascuna società⁷ di non procedere alla loro adozione, salvo l'applicazione del principio “*Comply or Explain*” che prevede la spiegazione ai propri azionisti della motivazione che ha portato ad assumere tale decisione e se essa riguarda l'intero testo.

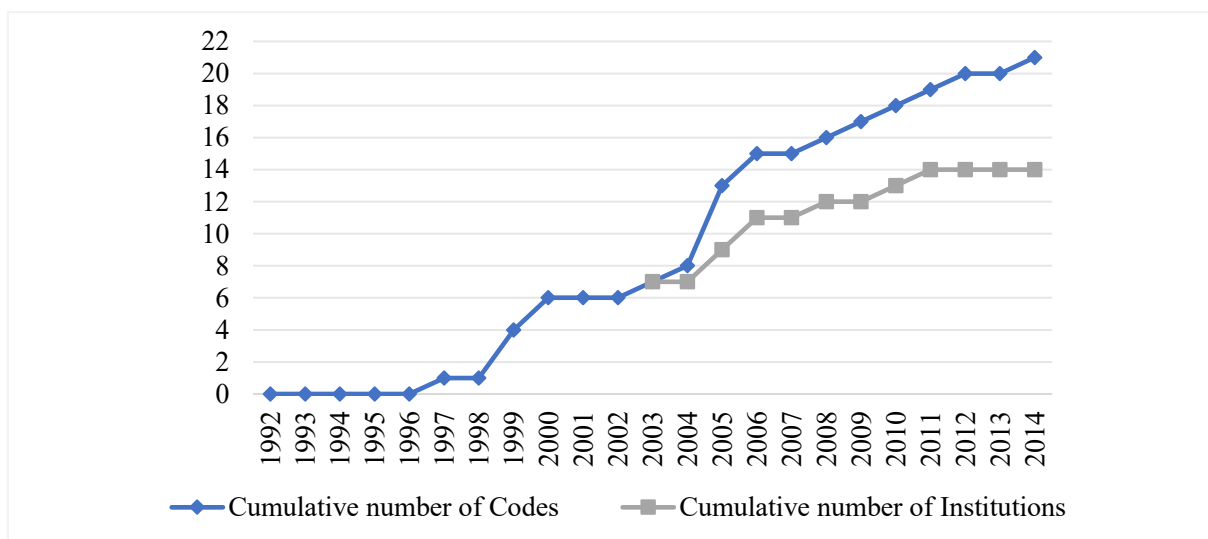


Grafico 1- Emissione di codici di corporate governance da parte delle istituzioni internazionali nel mondo nel periodo 1992- 2014.

L'andamento della curva dimostra che l'incremento della diffusione degli studi e della normativa coincide con il verificarsi di eventi economici-finanziari da cui sono scaturiti effetti negativi.

Fonte: CUOMO, F., MALLIN, C., e ZATTONI, A., 2016. *Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda*. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, Issue 3, pp. 222-241. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=2769047>> [Data di accesso: 23/04/2020].

⁶ HAXHI, I., e AGUILERA, R.V., 2014. p.2.

⁷ I codici internazionali, ma anche quelli nazionali, sono solitamente indirizzati alle società quotate. Alcuni però vengono emessi per le società non quotate, altri sono appositamente strutturati per le differenti tipologie di strutture di governo e di attività economiche svolte.

Negli anni più recenti le imprese sono state chiamate ad affrontare nuove tipologie di sfide, create in gran parte dalla globalizzazione, e a rispondere alle nuove esigenze delle comunità. Le autorità internazionali, come l'*International Corporate Governance Network* (ICGN) e l'Organizzazione per la Cooperazione Economica e lo Sviluppo (*Organisation for Economic Co-operation and Development*, OECD), hanno progettato dei principi di corporate governance al fine di aiutarle nella ricerca di un percorso di crescita sostenibile, che tenga conto degli impatti sociali ed ambientali scaturiti da ogni loro azione. Queste *best practices* influenzano le decisioni sul tema delle principali istituzioni europee, in particolare della Commissione Europea, che a loro volta orientano le normative nazionali.⁸

Tutte le strutture istituzionali, essendo i sistemi economici caratterizzati da un elevato tasso di cambiamento, non possono esimersi dal ricercare soluzioni per adattarsi ai nuovi contesti. Infatti, i sistemi giuridici attualmente presenti nel mondo sono stati influenzati da variabili esterne di vario tipo (economico, finanziario, sociale, culturale) che hanno portato alla distinzione tra paesi di *Civil Law* e di *Common Law*. All'interno della prima categoria confluiscono tutti quegli stati in cui l'ordinamento legislativo (la legge, i codici e gli altri strumenti normativi) rappresenta il fondamento principale attraverso il quale regolare qualsiasi rapporto giuridico, mentre nella seconda sono riconducibili tutti i paesi in cui si attribuisce una particolare rilevanza al diritto giurisprudenziale. Oltre agli aspetti legati alle origini e ai fattori che hanno determinato le differenti leggi nazionali, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny nella loro analisi "*Law and Finance*" del 1996 si sono concentrati sulla valutazione del grado di protezione riservato agli azionisti, rispetto alle altre categorie di *stakeholders* (in particolare dei creditori) e alla possibile esistenza di una sua correlazione con la concentrazione della compagine azionaria⁹. Dalle ricerche e dai dati raccolti, essi sono riusciti a concludere che i Paesi di *Common Law* sono in grado di garantire una maggiore tutela agli *shareholders*.

⁸ GERMANOVA, R., et al., 2015. *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington D.C.: World Bank Group. Disponibile su <<http://documents.worldbank.org/curated/en/750681468001781687/A-guide-to-Corporate-Governance-practices-in-the-European-Union>> [Data di accesso: 23/04/2020].

⁹ La differente tipologia di sistema giuridico adottato da ciascun paese, e di conseguenza il livello di protezione dei diritti degli *shareholder*, ha in qualche modo fornito una spiegazione all'elevata diversità delle strutture proprietarie e delle modalità di finanziamento adottate dai paesi nel mondo. Il loro studio, condotto su un campione di 49 nazioni, li ha portati a concludere che la tutela dei detentori delle quote di capitale di rischio è strettamente collegata alla concentrazione azionaria e al sistema giuridico adottato. Tra i paesi di *Civil Law*, la Germania e i paesi Scandinavi si pongono in un livello intermedio, grazie ad un'ottima applicazione delle disposizioni legislative, mentre la Francia occupa il posto più basso nella graduatoria. LA PORTA, R., et al., 1996. *Law and Finance*. NBER Working Paper n. w5661. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=7788>> [Data di Accesso: 25/04/2020].

Diretta conseguenza dell'implementazione dei sistemi giuridici sono gli assetti di corporate governance. Nonostante la loro numerosità e varietà, alcuni di essi si sono particolarmente radicati in determinate aree geografiche per ragioni spesso legate al percorso storico che ciascun paese, ad esse appartenente, ha attraversato. Ogni nazione ha ricavato dal proprio sviluppo un insieme di valori e di esperienze che hanno contribuito alla costruzione di un modello e alla conseguente definizione dei ruoli al suo interno. Per tale motivo, ciascuna di esse evidenzia una tendenza al rimanere ancorata alle proprie tradizioni e ai propri meccanismi di governo, talvolta ingabbiate in una sorta di *path dependence* che le frena dal cogliere possibili evoluzioni costruttive. Questo potrebbe essere considerato uno dei motivi principali per i quali si incontrano difficoltà nel realizzare un'armonizzazione sia a livello europeo che internazionale, nonostante il favorevole abbassamento dei confini tra settori economici e singoli stati realizzato dalla globalizzazione.

Differenti sistemi di governo implicano visioni, orientamenti e scelte diverse su molteplici argomenti. Da un punto di vista geopolitico ed in ragione del più importante ruolo rivestito nell'economia mondiale, i modelli di capitalismo maggiormente studiati sono quello anglosassone, quello renano e giapponese e quello latino. Essi divergono, tra gli altri, su alcuni aspetti: sulle priorità delle imprese, sull'assetto proprietario e sulla composizione degli organi aziendali, sulla funzione del mercato dei capitali, sui destinatari principali del valore creato dall'attività economica e sulla gestione dei benefici spettanti agli *stakeholders*. Naturalmente anche all'interno delle aree geografiche in cui prevale un certo sistema si possono presentare caratteristiche diverse, a seconda delle norme in vigore nelle singole nazioni, dalla quotazione o meno in Borsa della società e del settore economico di appartenenza dell'attività realizzata.

1.2.1. Il modello anglosassone

Il modello di governance dei paesi anglosassoni (Stati Uniti, UK, Canada e Australia) trae le sue origini dal capitalismo manageriale diffusosi in America all'inizio del ventesimo secolo. Da ciò deriva una delle sue caratteristiche distintive: la separazione tra proprietà e controllo. I proprietari delle quote di capitale di rischio e il management vantando interessi diversi, talvolta contrapposti, cercano in qualsiasi modo di realizzare i propri obiettivi, anche per mezzo di atti opportunistici. Attraverso l'applicazione della teoria dell'agenzia¹⁰ si può

¹⁰ GENCO, P., (2014, p. 33) ha affermato che l'*Agency Theory* "può essere applicata a tutte le relazioni in cui un soggetto (denominato *principal*) delega ad un altro (denominato *agent*) l'utilizzo di alcune risorse sulla base di un contratto di tipo formale o informale".

affermare che tra queste due categorie di soggetti s'instaura essenzialmente un rapporto di agenzia. In questo caso, il principale (azionista) è collegato all'agente (management) in virtù di un contratto con il quale egli lascia giuridicamente il potere di gestione dell'impresa al secondo. Il contratto, non essendo completo e avendo spesso ad oggetto operazioni caratterizzate da incertezza, comporta inevitabilmente la creazione di inefficienze. Nella situazione di asimmetria informativa, il vantaggio d'informazioni pone l'agente in una posizione più favorevole per il raggiungimento delle proprie priorità. L'elevato frazionamento del capitale di rischio tra una molteplicità di *shareholders*, tratto caratteristico del tipo societario *public company* altamente utilizzato nei paesi anglosassoni, rende più complicato per gli azionisti l'esercizio dell'azione di controllo¹¹. Oggi, rispetto a quanto accadeva in passato, essi sono molto più coinvolti nella vita societaria e intendono ottenere migliori forme di tutela per i propri diritti. In una tale realtà, infatti, il solo diritto di voto non rappresenta una soluzione sufficiente per conseguire tale obiettivo. Per cercare di influenzare le scelte del management, molto spesso gli azionisti ricorrono al mercato per il controllo societario. Qualora essi non si ritenessero soddisfatti dell'andamento della gestione potrebbero in qualsiasi momento vendere le azioni della società, facendone così abbassare il prezzo e rendendo vulnerabile l'organizzazione a *proxy contests*¹², operazioni di fusione amichevole e di acquisizione ostile. Quest'ultime vengono incluse all'interno del generale mercato delle acquisizioni e delle fusioni, che nei paesi anglosassoni registra un andamento altalenante nel tempo. Le acquisizioni ostili nell'arco temporale 1985-89 in percentuale sul totale delle transazioni tentate sono risultate essere il 17,8% negli Stati Uniti e il 37,1% nel

¹¹ Al fine di combattere l'eventuale comportamento opportunistico dei managers si sono studiati dei piani di incentivazione che spingessero verso un maggiore controllo e ad una più efficace azione di sorveglianza, assegnando anche alcuni compiti al Consiglio di Amministrazione. Tutte queste iniziative comportano però il sostenimento di costi elevati. VAN EES, H., GABRIELSSON, J., e HUSE, M., 2009. *Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance*. *Corporate Governance: An International Review*. pp. 307-319. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1416359>> [Data di accesso: 25/04/2020].

¹² Studiando un campione di 270 *proxy contests* avvenute nel periodo 1979-1994 si è notato che il più alto numero medio annuale di battaglie per le deleghe è stato raggiunto nel 1989 (37), mentre a partire dall'inizio degli anni Novanta i casi registrati erano notevolmente diminuiti con una media di 16 all'anno. Nella seconda metà degli anni Ottanta fino al 1990 molte battaglie delle deleghe erano associate a Offerte Pubbliche di Acquisto (OPA). Inoltre, dalle risultanze numeriche i meccanismi di delega sono riusciti mediamente a creare ricchezza per gli azionisti nell'intero periodo preso in considerazione. MULHERIN, J.H., POULSEN, A.B., 1998. *Proxy contests and corporate change: implications for shareholder wealth*. *Journal of Financial Economics*. Disponibile su <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00046-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00046-9)> [Data di accesso: 29/04/2020].

Regno Unito. Tali dati, rispetto all'incidenza del 9,6% sul totale del resto dell'Europa¹³, e i numeri riportati nel Grafico 2 dimostrano il maggiore ricorso al mercato per il controllo societario come strumento per regolare il comportamento manageriale nei paesi anglosassoni rispetto a quanto accade in altre nazioni.

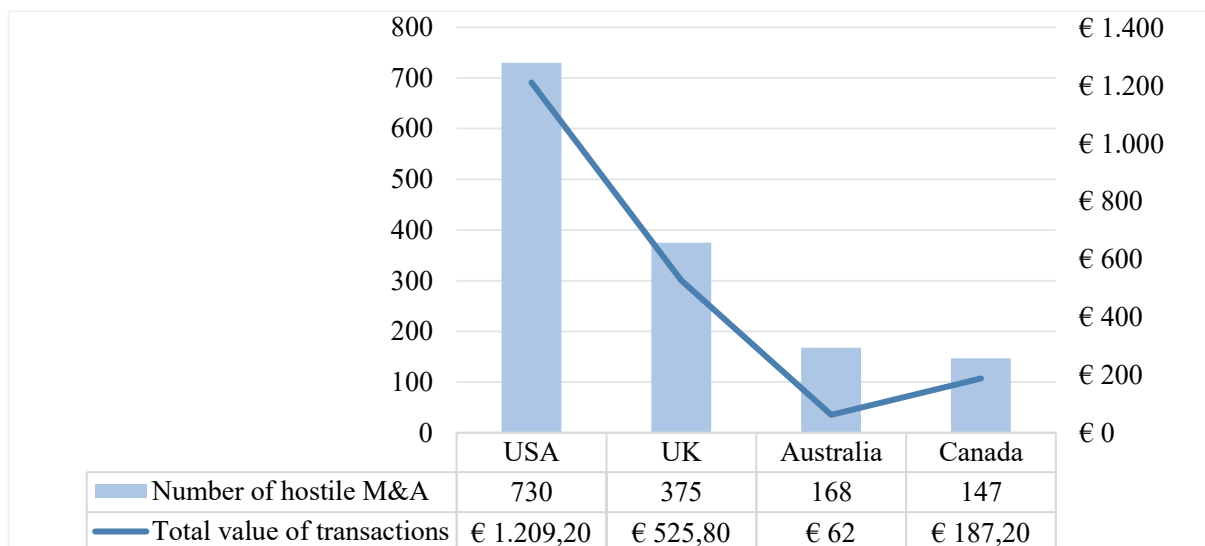


Grafico 2: Numero e valore totale (in miliardi di dollari) delle acquisizioni ostili compiute dal 1985 al 26 giugno 2016.

Stati Uniti, Regno Unito, Australia e Canada sono i paesi che hanno registrato il numero e il valore (in miliardi di dollari) più elevato di *hostile takeovers* nel mondo.

Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (<https://imaa-institute.org/>).

Un ruolo centrale nell'economia dei paesi anglosassoni è rivestito dal mercato dei capitali. La *New York Stock Exchange* è attualmente la seconda borsa valori al mondo per numero di società quotate. Alla fine del 2017, secondo i dati forniti dall'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD), le società quotate negli Stati Uniti rappresentavano il 10% delle circa 41.000 totali presenti nel mondo, con una capitalizzazione di mercato pari al 36% del dato globale. Le imprese statunitensi hanno un impatto maggiore in termini di capitalizzazione di mercato rispetto a quelle dell'Unione Europea e dei paesi asiatici (il valore della Cina è tre volte più basso), nonostante la loro numerosità sia nettamente inferiore ed in calo negli ultimi anni¹⁴. A dimostrazione dell'importanza del

¹³ PROWSE, S., 1995. *Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany*. Financial Markets and Institutions. Disponibile su <<https://www.bis.org/publ/econ41.pdf>> [Data di accesso: 29/04/2020].

¹⁴ Il rapporto prende in considerazione le complessive 40.903 società finanziarie e non finanziarie quotate nel mondo, studiando e comparando approfonditamente i dati relativi alle 10.000 imprese quotate più grandi di 54 paesi. Il loro impatto, in termini di capitalizzazione di mercato, arriva a circa il 90% del dato globale. DE LA CRUZ, A., MEDINA, A., e TANG,

mercato azionario come strumento per la raccolta di capitali nei paesi anglosassoni vi sono le evidenze numeriche riportate nella Tabella 1, la quale mostra che il valore della capitalizzazione aggregata delle imprese domestiche quotate rispetto al loro Prodotto Interno Lordo¹⁵ ha raggiunto il 140.7% nel 2006 e il 126.7% nel 2018 (senza tenere conto del dato sul Regno Unito).

| | Gross Domestic Product (GDP) | | Market Value of Domestic Listed Companies (MVDC) | | Market Value of Domestic Listed Company % of GDP | |
|-------------------------|------------------------------|--------|--|----------|--|--------|
| | 2006 | 2018 | 2006 | 2018 | 2006 | 2018 |
| USA | 13,814 | 20,544 | 19,569 | 30,436 | 141.7% | 148.2% |
| UK | 2,714 | 2,855 | 3,781 | - | 139.3% | - |
| Canada | 1,315 | 1,713 | 1,700 | 1,937.9 | 129.3% | 113.1% |
| Australia | 746.1 | 1,434 | 1,095.8 | 1,262.8 | 146.9% | 88.1% |
| Total | 18,589.1(*) | 26,546 | 26,145.8(*) | 33,636.7 | 140.7%* | 126.7% |
| Dati*1.000.000.000 US\$ | | | | | | |

Tabella 1: Importanza del mercato azionario nei paesi anglosassoni (USA, UK, Canada e Australia).

(*) Dati totali escludendo UK: GDP= 15,875.1 MVDC= 22,364.8 MVDC % of GDP=140,9%.

Fonte: World Bank (<https://data.worldbank.org/>); IndexMundi (<https://www.indexmundi.com/>).

Per quanto riguarda la struttura della compagine azionaria gli investitori sono prevalentemente investitori istituzionali. Le più grandi imprese quotate degli Stati Uniti, del Regno Unito e del Canada hanno registrato nel 2016 una partecipazione istituzionale rispettivamente del 73%, 66% and 48%¹⁶. Le restanti quote azionarie sono detenute da una moltitudine di piccoli azionisti. Le società devono garantire a tutti gli investitori, in particolare a quelli di

Y., 2019. *Owners of the World's Listed Companies*. OECD Capital Market Series. Disponibile su <www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm> [Data di accesso: 29/04/2020].

¹⁵ La capitalizzazione di mercato delle imprese domestiche rapportate al Prodotto Interno Lordo del paese di riferimento (*Market Value of Domestic Company as a percentage of the GDP*) è utilizzato dalla *World Federation of Exchanges (WFE)* per misurare la rilevanza del mercato azionario nell'economia nazionale. WEIMER, J., e PAPE, J. 1999. *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. Eindhoven: Technische Universiteit Eindhoven, BETA. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/1467-8683.00143>> [Data di accesso: 21/04/2020].

¹⁶ MEDCRAFT, G., 2018. *Ownership structure in publicly listed equity capital markets – observations and issues*. OECD. European Corporate Governance Institute Annual members meeting. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/competition/ownership-structure-in-publicly-listed-equity-capital-markets-ecgi-conference.pdf>> [Data di accesso: 30/04/2020].

minoranza, un'elevata protezione giurisdizionale. Essi devono essere resi partecipi di qualsiasi informazione che li ponga nella condizione di poter assumere decisioni informate e di essere effettivamente consapevoli dei rischi assunti.

La centralità degli azionisti nella complessiva attività societaria ha portato a denominare il modello di capitalismo anglosassone come *Shareholder model*, *Market-oriented system* o *Outsider system*¹⁷. Il Consiglio di Amministrazione, di tipo monistico e composto da amministratori esecutivi e non esecutivi, deve effettuare scelte sempre orientate alla massimizzazione del valore per gli investitori ovvero alla creazione di profitto. Questo modello è basato sulla convinzione che tutti i soggetti troveranno il giusto bilanciamento dei propri interessi attraverso un mercato di controllo efficiente e focalizzandosi sul raggiungimento di obiettivi di breve termine. Adottando questa visione, però, oltre a perdere di vista il percorso di crescita nel lungo periodo, si ottiene un quadro ridotto dell'azione complessiva che la corporate governance sarebbe in grado di esercitare in un'organizzazione. Infatti, molti fattori interni ed esterni all'azienda e gli interessi di altre categorie di soggetti che potrebbero essere condizionati o capaci di influenzare la performance economica aziendale non verrebbero presi in considerazione.

1.2.2. Il modello tedesco

Circoscrivendo l'attenzione alla massimizzazione del valore per gli azionisti, al loro livello di protezione e al problema di controllo scaturente dal rapporto principale-agente che s'instaura con il management, l'impresa tende a perdere di vista il contributo di tutti gli altri soggetti che sono coinvolti nell'attività. Il risultato al termine dell'esercizio e la complessiva performance economica, finanziaria e sociale non sono altro che la combinazione efficiente degli investimenti di diversa natura che sono stati effettuati, oltre che dagli azionisti, dai lavoratori, dai fornitori, dai creditori, dagli istituti finanziari e non finanziari che hanno intrattenuto una relazione con la società. Il rapporto deve essere improntato sull'equilibrio tra ciò che ciascuno apporta e ciò che ottiene in cambio come ricompensa, in modo che tutti ritengano di aver raggiunto un adeguato grado di soddisfazione. Il successo dei meccanismi di governo adottati

¹⁷ Il mercato dei capitali viene pensato come strumento in grado operare un'esterna efficace azione di controllo, tanto che ha portato a definire il modello come "*Outsider system*". L'utilizzo del mercato è stato promosso attraverso un quadro regolamentare diretto a rendere l'accesso più sicuro per tutti gli azionisti. NESTOR, S., e THOMPSON, J.K., 2000. *Corporate Governance patterns in OECD economies: is convergence under way?*. Disponibile su <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1931460.pdf> > [Data di accesso: 25/04/2020].

e della competitività dell'impresa è strettamente collegata al lavoro di squadra degli *stakeholders* e all'orientamento verso la coesione e la cooperazione che li accomuna.¹⁸ L'immersione dell'organizzazione societaria in una fitta rete di relazioni rappresenta la linea di pensiero sottostante al modello di capitalismo definito come *Stakeholder model*, *Network-oriented system* o *Insider system*¹⁹. Questa tipologia di approccio al sistema di corporate governance è stato adottato dal modello tedesco e dal modello latino, trovando quindi concreta applicazione principalmente nei paesi di *Civil Law*. Naturalmente anch'esso non rimane estraneo alle problematiche derivanti dai limiti dei contratti che vincolano la società ai vari soggetti, oppure dai comportamenti opportunistici derivanti dall'asimmetria informativa.

Il modello tedesco o renano affonda le proprie origini in Germania, ma è presente pure in altri paesi europei quali l'Olanda, la Svizzera, la Svezia, l'Austria, la Danimarca, la Norvegia e la Finlandia, pur con qualche differenza.

Esaminando il caso della Germania²⁰, il sistema di corporate governance è basato sul *two-tier board system* che consiste nella coesistenza del Consiglio di Sorveglianza (*Aufsichtsrat*) e del Consiglio di Direzione (*Vorstand*), affiancati all'assemblea degli azionisti. Secondo la normativa tedesca in vigore (*Aktiengesetz*), al *Management Board* spetta l'esercizio del potere di gestione societario essendo interamente formato da amministratori esecutivi nominati dal *Supervisory Board*. Quest'ultimo organo è invece composto da amministratori non esecutivi cui vengono assegnati compiti di controllo sull'operato dei managers e di aiuto per la risoluzione di determinate questioni. I meccanismi di nomina dei membri dell'*Aufsichtsrat* sono il riflesso dell'importanza attribuita a ciascun *stakeholder* nelle organizzazioni tedesche. È infatti previsto che, nell'ipotesi in cui il numero di lavoratori della società fosse superiore o uguale a 2000, la nomina di metà dei consiglieri debba essere effettuata dai dipendenti. Qualora il numero fosse compreso nell'intervallo 500-2000, ai lavoratori spetterebbe la scelta di solo un terzo dei componenti. L'assemblea degli azionisti, oltre a nominare i restanti

¹⁸ MAHER, M.E., e ANDERSSON, T., 2000. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. OECD. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>> [Data di accesso: 21/04/2020].

¹⁹ A differenza dell'*Outsider system*, in questo caso il controllo avviene principalmente attraverso strumenti interni al gruppo aziendale e da parte dei medesimi *stakeholders*.

²⁰ La prima forma di regolamentazione legislativa tedesca diretta a migliorare il trattamento di determinate tematiche di corporate governance fu la *KonTraG*, entrata in vigore nel 1998. Essendo presente una comune necessità di trasparenza rispetto alle attività realizzate dal management, le istituzioni predisposero il Codice di Corporate Governance Tedesco integrando le politiche attuate nel paese con i principi internazionali. CROMME, G., 2005. *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code*. Corporate Governance: An International Review. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00430.x>> [Data di accesso: 01/05/2020].

membri, elegge il Presidente del consiglio di sorveglianza, il cui voto è doppio nelle diverse tematiche affrontate. Questo specifico peso conferito ai dipendenti nell'assunzione di decisioni societarie, definito codeterminazione²¹, rappresenta un tratto caratteristico del modello capitalistico Renano.

Nel corso del tempo sono state mosse alcune critiche alla codeterminazione dirette a metterne in dubbio l'efficienza, a causa delle lunghe tempistiche del processo decisionale, e gli effetti sulla produttività e sulla redditività per le imprese adottanti. Simon Renaud nella sua analisi "Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany" del 2007 ha smentito tali tesi, riportando che non esiste alcuna evidenza circa un impatto negativo sulla performance delle società che hanno optato per la codeterminazione rispetto a quelle che non vi hanno aderito²².

Anche negli altri paesi che seguono il modello tedesco vi sono norme che impongono o favoriscono il coinvolgimento dei dipendenti nel consiglio di sorveglianza. In Svezia e in Norvegia, che adottano l'*one-tier system*, i dipendenti possono eleggere un numero limitato di componenti del consiglio di direzione, mentre in Finlandia la collocazione dei rappresentanti dipende dal sistema scelto dalla società. Infatti essendo ammessi sia il sistema monistico che quello dualistico sia realtà di tipo operativo, i componenti eletti dai dipendenti entreranno rispettivamente nel *Supervisory Board*, nel *Board of Directors* e nel *Management Board*. In Austria per le società per azioni non è previsto alcun obbligo mentre per le società a responsabilità limitata quotate è prevista la rappresentanza obbligatoria quantificata in un terzo del Consiglio di Sorveglianza²³.

²¹ Le prime iniziative verso la codeterminazione furono avanzate in Germania a partire dagli anni Cinquanta, ma l'effettivo riconoscimento avvenne con l'introduzione della legge *Mitbestimmungsgesetz* nel 1976 che rappresentò la base per la moderna disciplina *Mitbestimmung*. RENAUD, S., 2007. *Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany*. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-9914.2007.00387.x>> [Data di accesso: 02/05/2020].

²² Lo studio effettua un confronto tra società con forme diverse di codeterminazione: la (quasi) pari codeterminazione e la nomina dei dipendenti in qualità di membri del Consiglio di Sorveglianza (per un terzo della sua totalità). I dati utilizzati sono stati ricavati dai bilanci di imprese tedesche, per la maggior parte quotate, nel periodo 1970-2000 costruendo le variabili sulla base del numero di dipendenti, dell'impiego di capitale, del *Debt Ratio* e dell'intensità del capitale. Le evidenze empiriche mostrano che la *parity codetermination* sarebbe in grado di apportare migliori benefici in termini sia di produttività che di redditività nel lungo periodo.

²³ FULTON, L., 2015. *Worker representation in Europe*. Labour Research Department and ETUI. Disponibile su <<http://www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations>> [Data di accesso: 03/05/2020].

Per quanto riguarda l'assetto proprietario delle imprese dell'*Insider system* si nota una tendenza verso la concentrazione delle azioni nelle mani di pochi *shareholders*.

Ciò che differenzia il modello renano dagli altri sistemi capitalistici è il ruolo cruciale interpretato dalle banche nell'attività societaria. Non solo facilitano l'accesso al credito, ma forniscono anche un importante contributo in qualità di proprietari di quote del capitale di rischio e di controllori, avendo rappresentanti all'interno del consiglio di sorveglianza²⁴. Essendo direttamente coinvolte nelle dinamiche aziendali e nella gestione societaria, il rapporto che queste istituzioni finanziarie instaurano con l'impresa è caratterizzato da stabilità e cooperazione. La combinazione di una proprietà ristretta e di una solida relazione con le banche rende le imprese maggiormente propense alla creazione di valore in un'ottica di lungo periodo.

Gli *institutional investors*, a cui appartengono le banche e altri istituti finanziari, ricoprono quote sempre più elevate nell'azionariato delle società (Grafico 3).

Per quanto riguarda la compagine azionaria delle società quotate della Germania, fino al 2007 era principalmente composta da istituzioni tedesche, tra cui figuravano le cosiddette *Big three* (la *Deutsche Bank*, la *Dresdner Bank* e la *Commerzbank*). La partecipazione detenuta dal dipartimento della *Deutsche Bank* dedicato alla gestione degli investimenti, la *Deutsche Asset Management*, era di poco inferiore a quella di *Allianz Group* e di *BlackRock*, le cui quote avevano valore pressoché equiparabile. A partire dal 2010 la struttura proprietaria delle società tedesche iniziò a registrare dei cambiamenti: la società americana *BlackRock* divenne il principale investitore, con un investimento di oltre 70 miliardi di dollari, seguito dalla *Norges Bank Investment Management*, fondo che impiegò più di 22 miliardi di dollari (USD)²⁵.

Alcuni aspetti caratteristici del modello renano hanno influenzato la definizione dei ruoli e dei meccanismi di governo nelle imprese giapponesi. Nel modello di corporate governance

²⁴ L'elevata concentrazione azionaria porta molto spesso gli azionisti di minoranza a lasciare l'esercizio del proprio diritto di voto alle banche (*proxy vote*). Il principio "*one share, one vote*" dei paesi anglosassoni non è applicato in Germania, dove è pure ammessa l'emissione di titoli azionari privi del diritto di voto. In questo modo, le banche attraverso la raccolta di un numero elevato di deleghe e avvalendosi della protezione giuridica fornita dallo *Depotstimmrecht*, sono capaci di esercitare un'influenza notevole durante le assemblee. ZATTONI A., 2015. *Corporate Governance*. EGEA. Milano.

²⁵ SELDESLACHTS, J., NEWHAM, M., e BANAL-ESTANOL, A., 2017. *Changes in common ownership of German companies*. DIW Berlin. DIW Economic Bulletin. 7 (30). Disponibile su https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.562469.de/diw_econ_bull_2017-30-1.pdf [Data di accesso: 04/05/2020].

diffuso in Giappone convivono due forme organizzative aziendali: quella orientata alla conglomerazione e quella che punta all'integrazione verticale. La prima è il *Keiretsu* che consiste in un insieme di imprese collegate tra loro da solide relazioni sia di tipo contrattuale sia improntate su valori etici che mirano a ricreare un senso di familiarità e di appartenenza ad un gruppo. Le operazioni e le transazioni finanziarie vengono gestite da una sola banca che è dotata di un forte potere d'influenza sul processo decisionale grazie alla presenza di rappresentanti all'interno degli organi societari. Definite anche *city banks*, esse esercitano un impatto a livello aggregato sull'economia delle società più importante rispetto a quello attuato in Germania, nonostante detengano partecipazioni al capitale inferiori²⁶.

La centralità delle banche, la cooperazione e l'orientamento alla costruzione di relazioni di lungo termine sono aspetti che riconducono il modello giapponese a quello tedesco. A questi è necessario aggiungere la partecipazione dei lavoratori nelle attività societarie. Essa trova giustificazione, più che in fonti normative, nel radicamento del concetto di famiglia nella cultura giapponese che fa sì che il legame che li unisce all'azienda venga inteso come impiego a vita. Il loro coinvolgimento solitamente riguarda l'organizzazione del lavoro, la struttura del processo decisionale e qualsiasi altra vicenda societaria che li vede partecipi.

La principale differenza tra le imprese giapponesi e quelle tedesche sta nel ricorso al mercato dei capitali. Il Giappone conta un numero più elevato di società quotate e di conseguenza una capitalizzazione di mercato in termini percentuali sul *Gross Domestic Product* maggiore. In confronto al mondo anglosassone, in generale, esso non è molto sviluppato, soprattutto in termini di liquidità perché il mezzo principale attraverso il quale le società reperiscono le risorse finanziarie è l'autofinanziamento.

In tutti i paesi in cui viene adottato un sistema di corporate governance continentale anche il mercato del controllo societario è poco utilizzato (Grafico 4).

²⁶ Secondo quanto previsto dalla normativa antimonopolista promossa nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale, le banche giapponesi sono obbligate a non possedere una quota di azioni nelle imprese non finanziarie superiore al 5% del capitale totale. WEIMER, J., e PAPE, J. 1999. *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. Eindhoven: Technische Universiteit Eindhoven, BETA.

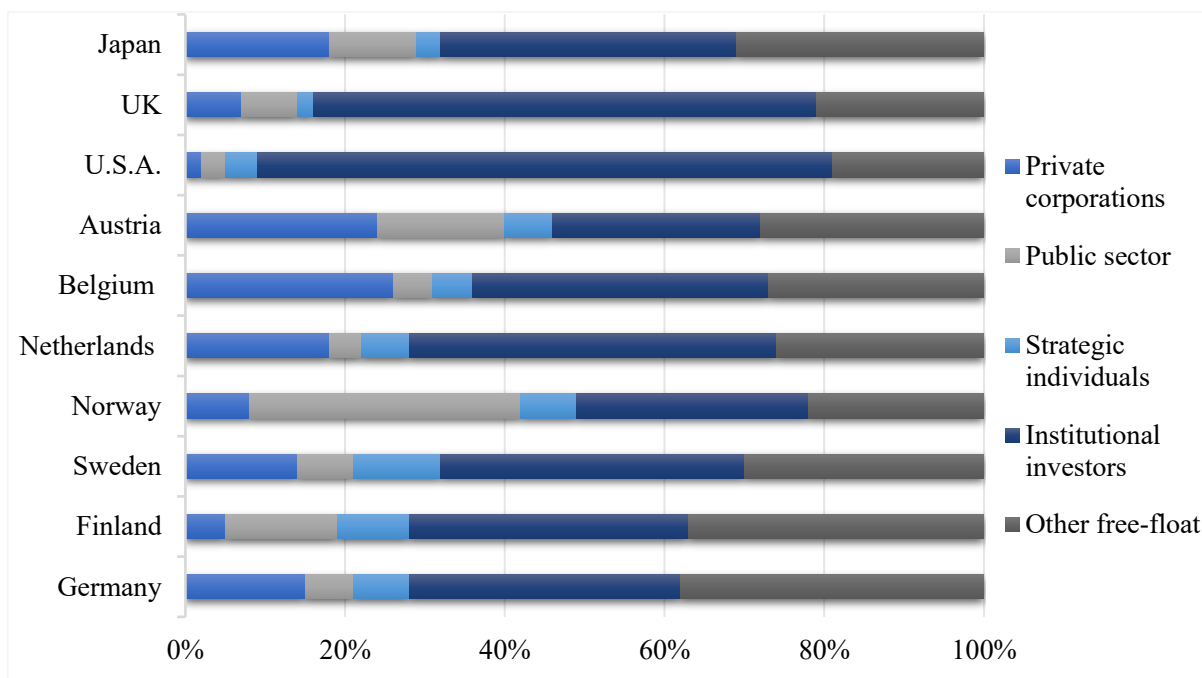


Grafico 3: Distribuzione delle partecipazioni azionarie per tipologia di investitori nelle maggiori 10.000 imprese quotate di alcuni paesi del mondo a fine 2017.

All'interno della categoria degli investitori istituzionali figurano i fondi pensione, le compagnie assicurative, i fondi comuni di investimento, le banche e altri istituti finanziari. Questa classe detiene le maggiori quote azionarie nella gran parte dei paesi considerati, anche se il loro ruolo spicca principalmente nei paesi anglosassoni.

Anche nelle nazioni che seguono il modello renano il loro apporto nella proprietà è considerevole, in particolar modo in Olanda, in Belgio, in Finlandia e in Germania.

Con il termine *other free-float* si intende l'insieme delle azioni di proprietà di investitori al dettaglio (*retail investors*) o di investitori istituzionali privi di obblighi divulgativi.

Le quote sono state determinate al valore di mercato (in USD) espresse in termini di capitalizzazione di mercato di ciascun mercato.

Fonte: DE LA CRUZ, A., MEDINA, A., e TANG, Y., 2019. *Owners of the World's Listed Companies*. OECD Capital Market Series.

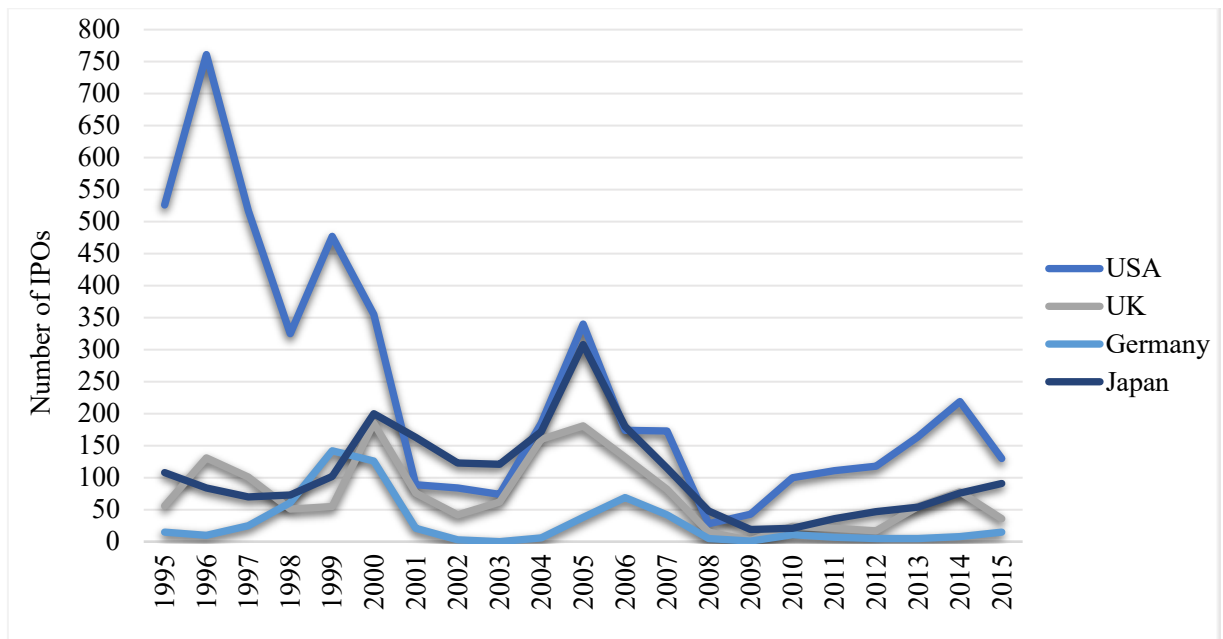


Grafico 4: Numero di *Initial Public Offering (IPOs)* in Germania, Usa, Giappone e UK nell'intervallo temporale 1995-2015.

Il numero delle *IPOs* è in calo in tutti i paesi considerati. La Germania è la nazione che ne ha registrato la minore quantità durante l'intero periodo oggetto di studio. Il Regno Unito ha complessivamente effettuato circa il doppio delle operazioni della Germania.

Fonte: FRANKS, J. R., e MAYER, C., 2017. *Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism*. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 503/2017. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954589>> [Data di accesso: 06/05/2020].

1.2.3. Il modello latino

Il sistema di corporate governance adottato nei paesi latini (Italia, Francia, Portogallo, Belgio, Grecia e Spagna) corrisponde ad uno schema intermedio tra il modello renano e il modello anglosassone, anche se per molti aspetti risulta molto più vicino al primo. Infatti, la predisposizione delle società nel considerare rilevanti gli interventi dei diversi *stakeholders* fa sì che esse vengano categorizzate all'interno del *Network-oriented system*.

La struttura azionaria tipicamente diffusa nei paesi latini è altamente concentrata, caratterizzata dalla presenza di un azionista di riferimento e da altri *shareholders* che detengono quote importanti del capitale di rischio (Tabella 2). Questi investitori sono solitamente famiglie imprenditoriali²⁷, altre grandi imprese o holding finanziarie che possono

²⁷ Le *family firms* si contraddistinguono per la presenza di una famiglia come azionista di maggioranza. Il sentimento familiare che pervade l'attività economica e l'orientamento alla massimizzazione della ricchezza della ristretta base azionaria rappresentano due caratteristiche peculiari di questa struttura societaria. La condivisione di uno stesso insieme di valori e l'allineamento degli interessi tra proprietari e managers sono aspetti che tendono a favorire la realizzazione di obiettivi di lungo periodo. Alcune problematiche potrebbero

esercitare il loro controllo in modo diretto o indiretto²⁸. La loro influenza nelle decisioni societarie è inferiore a quella esercitata dagli *shareholders* nelle imprese anglosassoni, ma sicuramente più determinante rispetto a quanto accade nel sistema tedesco. Inoltre, in passato era frequente che la maggioranza delle azioni di società appartenenti a determinati settori economici fosse nelle mani dello Stato (Grafico 5). La numerosità delle aziende a controllo statale, soprattutto in Italia e in Francia, aveva dato adito a numerosi dibattiti. Con la spinta verso la privatizzazione delle aziende pubbliche a partire dagli anni Novanta, oggi il loro numero è nettamente diminuito. Questa tipologia di struttura tuttavia permane nei settori dell'energia, dei trasporti, della difesa e di tutti quelli in cui si potrebbe concretizzare una situazione di monopolio. I problemi di corporate governance nel mondo latino non sono tanto collegati al ruolo preponderante dello Stato nell'economia, quanto piuttosto alla scarsa protezione offerta agli azionisti di minoranza. Anche in questo sistema di governo, come in quello anglosassone, nonostante non sussista un grave problema di separazione tra proprietà e controllo, si viene a creare un rapporto di agenzia tra altre due categorie di soggetti. Si tratta di un conflitto *principal-principal*²⁹ che s'instaura tra gli *shareholders* di maggioranza e quelli

nascere nel momento della successione o nel reperimento di risorse finanziarie, essendo piuttosto riluttanti circa l'ingresso in società di soggetti esterni. I casi di imprese a controllo familiare sono particolarmente diffusi in Italia e in Francia.

²⁸ Nei paesi del modello latino, in contrapposizione al principio anglosassone “*one share, one vote*”, vengono utilizzati i meccanismi di rafforzamento del controllo (*Control Enhancing Mechanisms, CEMs*). Tale termine comprende le azioni a voto plurimo, i gruppi piramidali, le partecipazioni incrociate e le azioni con diritto di voto limitato o prive del diritto di voto (privilegiate e non). Questi strumenti consentono agli azionisti di ottenere un insieme di diritti di voto superiore rispetto a quanto spetterebbe loro con l'investimento in capitale di rischio. In Francia è ammessa la possibilità di emettere azioni con diritto di voto maggiorato o doppio (*loyalty shares*) rivolte a azionisti che soddisfino determinati requisiti. In Italia, invece, le azioni a voto plurimo sono ancora vietate, ma sono presenti altri *CEMs*. ALVARO, S., et al., 2014. *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*. CONSOB. Quaderni giuridici. Disponibile su <<http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>> [Data di accesso: 08/05/2020].

²⁹ Renders A. e Gaeremynck A., adottando un approccio organico alla corporate governance, hanno cercato di capire quanto il problema di agenzia *principal-principal* riesca ad intaccare la qualità dei meccanismi di gestione adottati dalle società europee e ad influenzare il valore dell'impresa. Il loro studio fu basato sull'ipotesi che tanto più elevata è la gravità del rapporto di agenzia tanto minore sarà la probabilità che un'impresa decida di adottare misure per un buon governo societario (per la riluttanza degli *shareholders* di maggioranza dati i costi da sostenere). Tale azione però apporterebbe un beneficio maggiore in termini di valore dell'impresa, a parità di altre condizioni.

Presero come campione 1064 osservazioni annuali delle più grandi società di 14 paesi europei, inserite negli anni 1999-2003 nell'indice *FTSEurofirst 300*. Gli autori notarono che la gravità del rapporto di agenzia, misurata attraverso l'indice *Conflict* comprensivo di diverse variabili in grado di influenzarla (come la concentrazione azionaria e la capacità degli

di minoranza. Se da un lato la concentrazione azionaria è in grado di indurre il management ad effettuare scelte per il benessere societario, dall'altro tende a sottovalutare i diritti e le esigenze degli *stakeholders* più deboli. Gli azionisti di maggioranza, infatti, detenendo importanti quote di partecipazione al capitale e avendo necessità di reperire costanti informazioni, sono maggiormente incentivati nell'attuare un'azione di controllo sui comportamenti manageriali e a partecipare attivamente alla assemblee. Il loro diritto di voto e il loro potere di controllo potrebbero rappresentare una minaccia per gli investitori minoritari, qualora essi fossero esercitati per trarre benefici di tipo personale.

| Country | N. Firms | Ownership Concentration | | |
|----------|----------|-------------------------|---------|---------|
| | | Mean C1 | Mean C3 | Mean C5 |
| Belgium | 161 | 38,6 | 52,6 | 55,6 |
| France | 788 | 46,4 | 60,2 | 63,3 |
| Greece | 229 | 44,2 | 57,1 | 58,6 |
| Italy | 266 | 44 | 58,8 | 63,1 |
| Portugal | 54 | 45,5 | 66,7 | 73,4 |
| Spain | 182 | 39,6 | 57,4 | 64,7 |
| USA | 4.461 | 21,4 | 30,5 | 33,9 |
| Germany | 722 | 45,3 | 56,8 | 59,1 |

Tabella 2: Concentrazione azionaria di alcune società quotate in determinati paesi del mondo nel 2012.

I valori *Mean C1*, *C2*, *C3* indicano l'insieme dei diritti di voto rispettivamente del primo, dei tre e dei cinque più grandi *shareholders*. I dati mostrano che la concentrazione azionaria dei paesi latini è nettamente superiore a quella degli Stati Uniti (modello anglosassone) e in linea con quelli della Germania (modello tedesco). In quasi tutte le nazioni di origine latina la quota dell'azionista di riferimento si aggira intorno al 40%. Rilevante è il dato del Portogallo dove, in media, circa il 73% del capitale societario è nelle mani dei principali cinque azionisti.

Fonte: AMINADAV G., e PAPAIOANNOU, E., 2020. *Corporate Control around the World*. The Journal of Finance. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/jofi.12889>> [Data di accesso: 08/05/2020].

azionisti di maggioranza di ottenere benefici privati), era collegata negativamente all'adozione di codici di buona governance. La loro implementazione è in grado di incrementare il valore dell'impresa in modo maggiore in presenza di un più severo conflitto *principal-principal*, attenuando però gli effetti negativi derivanti da questo rapporto. Inoltre lo studio fornisce la prova che la divulgazione volontaria di informazioni sulla governance non è capace da sola di risolvere il problema di agenzia tra azionisti di maggioranza e di minoranza, suggerendo piuttosto la necessità di un intervento normativo idoneo a migliorare il contesto ambientale. RENDERS, A., e GAEREMYNCK, A., 2012. *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies*. Corporate Governance: An International Review. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>> [Data di accesso: 28/04/2020].

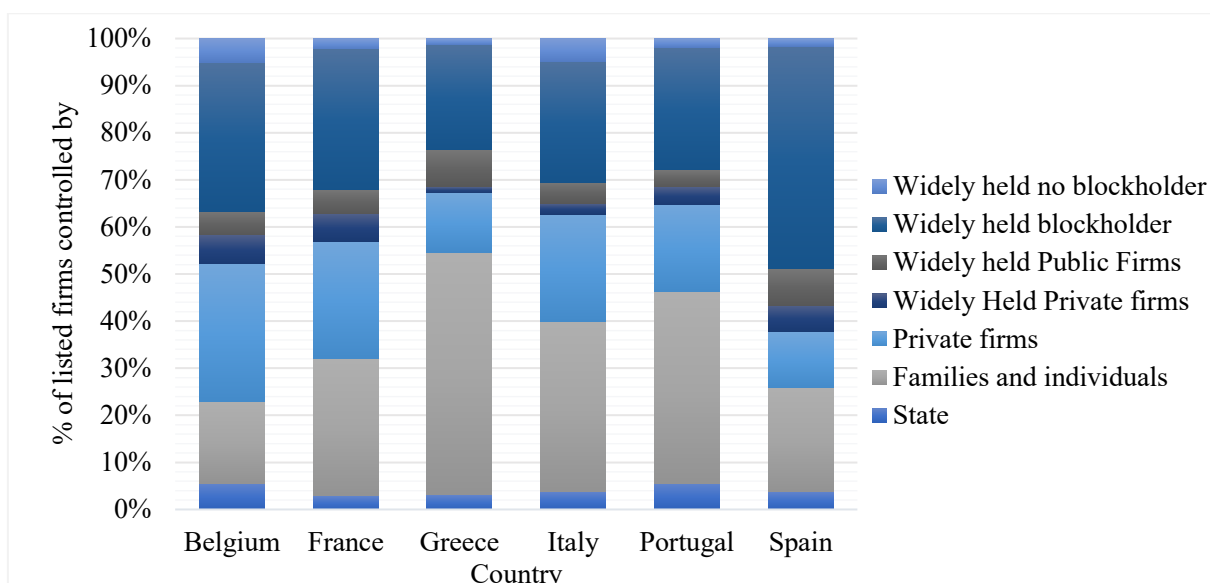


Grafico 5: Partecipazioni azionarie in alcune società quotate dei paesi latini nel 2012 suddivisi per tipologia di investitore.

Per “*Widely held blockholder*” si intende un azionista che detiene uno stock di azioni rappresentative di una quota di capitale di rischio superiore al 5%. Il grafico tiene conto del campione di dati delle imprese indicate nel grafico di cui sopra.

In tutte le nazioni di origine latina (tranne in Spagna), il controllo è esercitato complessivamente per più del 50% da Stato, famiglie e individui e imprese private. Le famiglie e i singoli investitori rivestono un ruolo importante soprattutto nella compagine azionaria delle società della Grecia, del Portogallo e dell’Italia.

Fonte: AMINADAV G., e PAPAIOANNOU, E., 2020. *Corporate Control around the World*. The Journal of Finance.

Un altro elemento negativo derivante da questa tipologia di struttura azionaria è il limitato sviluppo del mercato dei capitali (Grafico 6). Le modalità attraverso le quali le imprese reperiscono le risorse finanziarie per lo sviluppo dell’attività sono l’autofinanziamento e l’indebitamento. Per questo motivo i rapporti intrattenuti con le istituzioni bancarie sono orientate al lungo periodo e di natura collaborativa, anche se non raggiungono un livello pari a quello dei paesi di origine tedesca. Le realtà societarie operano prevalentemente seguendo un approccio di chiusura verso l’ambiente esterno, che rende un ipotetico investimento in azioni poco interessante e profittevole per gli investitori. Ciò riflette la scarsa protezione legale e le inefficienze connesse alla posizione degli azionisti di minoranza, che ha portato negli anni a registrare un ridotto peso degli investitori istituzionali nelle compagini societarie dei paesi latini.

Relativamente alle istituzioni bancarie, esse assolvono essenzialmente al compito di fornire capitale di debito, in quanto la presenza di un loro investimento nel capitale di rischio è soggetta a forti limitazioni. Il loro ruolo nelle attività imprenditoriali è comunque rilevante

soprattutto in Francia, dove nacque la *banque d'affaires* ed era frequente che le partecipazioni nelle società venissero acquisite tramite il meccanismo delle partecipazioni incrociate. In tal modo, con la nazionalizzazione dell'intero sistema bancario nel 1981 lo Stato acquisì quote azionarie in diverse organizzazioni³⁰. In Italia, in passato, la possibilità di acquisire azioni nelle società non finanziarie da parte delle banche era totalmente vietata, come succedeva negli Stati Uniti. Solamente con la spinta dell'Unione Europea verso la realizzazione di un'armonizzazione comunitaria più liberista sono state allentate le restrizioni sulle partecipazioni bancarie³¹.

Il ricorso al mercato per il controllo secondario per risolvere le crisi aziendali è molto scarso, se non nullo. La presenza di pochi proprietari e l'assetto normativo in vigore rendono molto difficile il concretizzarsi di Offerte Pubbliche d'Acquisto (*IPOs*) o di altre operazioni straordinarie per l'acquisizione del controllo delle società di origine latina. Difatti accade spesso in queste realtà che le operazioni di tipo ostile vengano bloccate dagli azionisti di riferimento o dallo Stato in prima persona.

³⁰ WEIMER, J., e PAPE, J. 1999. *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. Eindhoven: Technische Universiteit Eindhoven, BETA.

³¹ L'attività partecipativa bancaria in Italia è stata oggetto di regolamentazioni già con la seconda Direttiva Europea 89/646/CEE. Nonostante la richiesta di raggiungere un'armonizzazione comunitaria minima, il legislatore italiano ha comunque cercato di mantenere il più possibile una linea prudenziale, circa i limiti partecipativi, e di rimarcare il confine tra attività industriali e finanziarie (principio di separatezza). Con la Direttiva 2007/44/CE, in vigore a partire dal 2007, e con una serie di regolamentazioni di altri istituti europei e nazionali, fu eliminato il precedente principio al fine di soddisfare l'accresciuta esigenza di reperimento di risorse finanziarie da parte delle imprese. Attualmente in vigore è la Direttiva 2014/65/UE o MiFID 2 (alla quale è seguita l'adozione del regolamento MiFID), che contiene miglioramenti sulla protezione degli investitori e sulla definizione dei ruoli nel processo di acquisto/vendita di prodotti finanziari, cioè della *Product Oversight Governance* (POG). SALERNO, M.E., 2013. *Il rapporto banca-industria nella nuova disciplina di vigilanza in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari*. IANUS Diritto e Finanza(9). pp. 265-313. Disponibile su <https://www.rivistaianus.it/numero_09/07_salerno.pdf> [Data di accesso: 09/05/2020]; <<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>>.

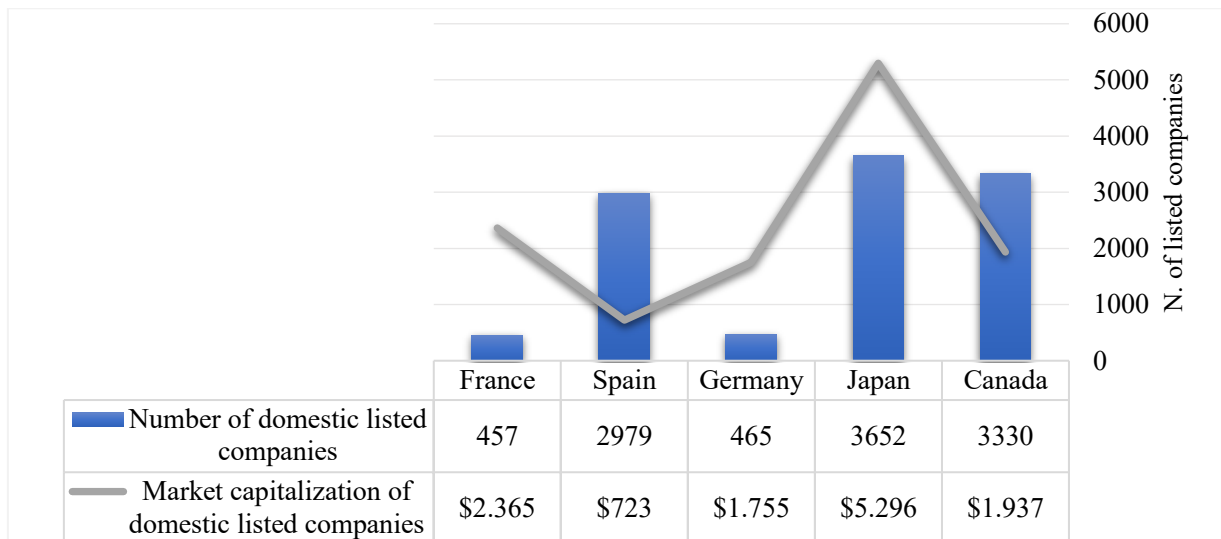


Grafico 6: Numero e capitalizzazione di mercato (in miliardi di dollari) delle imprese quotate in Francia, Spagna, Giappone, Germania e Canada.

Il numero di imprese quotate nei paesi di *Civil Law* è inferiore rispetto a quelli di *Common Law*, a dimostrazione del loro minor ricorso al mercato dei capitali.

La Spagna conta diverse quotazioni, ma il loro valore in termini di capitalizzazione di mercato è più basso di quello di altre nazioni.

Fonte: World Bank – World Development Indicators (<https://databank.worldbank.org/source/world-development-indicators>).

1.2.4. Convergenza tra sistemi di corporate governance

Ciascun sistema di corporate governance adottato nei differenti paesi del mondo è caratterizzato da alcune variabili peculiari che lo distinguono dagli altri. Esse vengono acquisite con l'adattamento delle aziende al contesto culturale, istituzionale e politico in cui sono collocate, oltre alle caratteristiche distintive previste dall'ossatura del modello di capitalismo cui si ispirano (grado di concentrazione azionaria, ricorso al mercato dei capitali, organi societari e la loro composizione, etc.). Per la presenza di una molteplicità di scale di valori, ogni società e ogni comunità può avere ragioni per ritenere migliore il modello prevalente nella propria nazione. Ad esempio, in Germania potrebbe essere considerata più importante la creazione di un rapporto collaborativo con i dipendenti piuttosto che l'orientamento alla massimizzazione del ritorno per gli azionisti previsto negli Stati Uniti. In più, i benefici di una determinata struttura di governo possono dipendere dalla tipologia di attività produttiva posta in essere, dalla legislazione in vigore nel paese e da altri fattori contingenti. Per tali motivazioni non è possibile affermare l'esistenza di un modello predominante rispetto ad altri.

La linea di pensiero orientata a mantenere un panorama competitivo variegato da più regimi di governo è sempre stata contrapposta all'idea di tentare una convergenza tra modelli. La

creazione di un modello ibrido, capace di racchiudere in sé caratteristiche di ogni sistema, è stata la strategia perseguita costantemente dall'Unione Europea. Una serie di elementi ha incentivato la concretizzazione di questa opzione negli ultimi anni, a partire dalle iniziative legislative che per la maggior parte manifestavano una spinta verso il modello continentale. Già intorno agli anni Settanta la Comunità Economica Europea (CEE) effettuò un primo passo verso l'armonizzazione con l'emanazione della Prima Direttiva del 1968, avente ad oggetto la regolamentazione del processo di costituzione e di registrazione delle società ad azionariato diffuso. Il tentativo legislativo che però animò il dibattito tra nazioni sulle tematiche di governance fu la Quinta Direttiva del 1972. Il suggerimento di abbandonare la struttura del Consiglio di Amministrazione *one-tier* a favore di quella *two-tier* non fu apprezzata da molti paesi europei³². Dopo diversi tentativi di modifica, la situazione di disaccordo condusse al mancato varo della proposta. Ad essa seguirono poi altre direttive che ponevano particolare attenzione agli aspetti lavorativi connessi alla corporate governance³³ e alla protezione degli azionisti di minoranza. Le misure minime per la loro tutela erano contenute all'interno della Tredicesima Direttiva (*13th Takeover Directive*) che puntava a raggiungere un po' di uniformità almeno su questo punto, importando alcuni elementi dal modello anglosassone, tra i quali la regola dell'offerta d'acquisto obbligatoria (*Mandatory Bid Rule*, MBR).

Con l'inizio del nuovo millennio l'Unione Europea ha intensificato la propria attività al fine di garantire la modernizzazione dei processi di corporate governance, così da soddisfare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti e le esigenze dei mercati. Non abbandonando il percorso intrapreso verso l'armonizzazione, attraverso la redazione di codici di *best practices* e i Piani d'Azione del 2002 e del 2012 ha fornito a tutti i paesi membri una base comune di principi e di regole circa i meccanismi di governo più adeguati da seguire. Ciascuna nazione gode

³² L'adozione della Quinta Direttiva, oltre al cambiamento strutturale interno, implicava l'applicazione del concetto di codeterminazione, tipico dell'esperienza tedesca. Il coinvolgimento dei lavoratori nelle attività degli organi societari non era ben visto, soprattutto nelle nazioni di origine anglosassone dove si riteneva efficiente il Consiglio di Amministrazione su un solo livello. ZATTONI, A., 2015. *Corporate Governance*. EGEA. Milano.

³³ Per cercare di tutelare i diritti dei lavoratori, data la loro posizione di inferiorità in termini di potere contrattuale rispetto agli altri soggetti nelle grandi imprese, alla Quinta Direttiva seguirono numerose proposte della Comunità Europea. Tra queste occorre ricordare la Direttiva *Vredeling* del 1980 e la Direttiva del 1994 che introdusse il Comitato Aziendale Europeo (*European Works Council Directive*). L'istituzione assunse ruoli di consultazione e d'informazione per i lavoratori, senza intervenire sul tema della loro partecipazione nelle società. CERNAT, L., 2004. *The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?*. *Journal of European Public Policy*. 11 (1). pp. 147-166. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/1350176042000164343>> [Data di accesso: 28/04/2020].

comunque di una certa libertà nel decidere quali norme comunitarie ed internazionali sulla corporate governance adottare e da quali deviare (Principio *Comply or Explain*). Tale ammissione deriva dal fatto che l'apparato normativo è compreso all'interno della definizione di *path dependence*. I fattori politici e istituzionali sembrano rappresentare un freno alla convergenza, in particolar modo in Europa a causa del forte radicamento della storia nella cultura del territorio.

A partire dall'apertura delle frontiere nazionali e dalla conseguente intensificazione degli scambi commerciali si è diffuso un sentimento di integrazione tra i diversi paesi. Ancor di più nell'era digitale, dove ciascuno di essi intende essere parte attiva in un mondo interconnesso si sono compresi i benefici che si possono trarre dalle esperienze di ogni paese, magari con il fine di combinarle per creare un unico flessibile modello di governance. Si può pertanto affermare che la globalizzazione ha accelerato il processo di convergenza nei sistemi di governo. Questo fenomeno globale ha fatto sì che le dimensioni del mercato dei capitali aumentassero e con esse le richieste verso la predisposizione di regolamentazioni valide a livello internazionale per tutelare la posizione degli investitori. Attualmente, infatti, questi risultano maggiormente propensi a realizzare una diversificazione del proprio portafoglio, quindi ad espandere i propri investimenti oltre i confini domestici. Occorre aggiungervi il fatto che la globalizzazione dei mercati dei prodotti, associato allo sviluppo delle tecnologie, ha incrementato la competitività tra imprese incentivandole all'adozione di *best practices* migliori per superare la concorrenza³⁴.

Le società hanno imparato a lasciare al passato le soluzioni in precedenza utilizzate e rivelatesi di successo, per dare spazio ad un approccio più adattivo ai contesti esterni.

L'armonizzazione è pertanto un processo che non riguarda solamente gli aspetti di natura giuridica, ma coinvolge anche tematiche economiche, sociali e culturali. Tra i benefici che è in grado di apportare alle economie nazionali ed europee figurano: una migliore comparabilità dei risultati economici tra società e paesi (utile sia per analisti ed investitori), la riduzione del *forum shopping*³⁵, l'accresciuta rilevanza riconosciuta alla divulgazione d'informazioni di

³⁴ NESTOR, S., e THOMPSON, J.K., 2000. *Corporate Governance patterns in OECD economies: is convergence under way?*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1931460.pdf>>.

³⁵ Si tratta di un problema che nasce dalla disparità tra trattamenti giuridici e fiscali tra paesi. Le imprese tendono a stabilirsi nelle località in cui riescono ad ottenere condizioni più favorevoli, nonostante la presenza di minori tutele per gli investitori. BOSETTI, L., 2017. *La corporate governance nell'Unione Europea: gli interventi di armonizzazione e best practices*. G Giappichelli Editore.

carattere non finanziario, l'incremento delle forme di protezione per gli investitori e la maggiore trasparenza nei mercati dei capitali.

1.3 Il sistema di corporate governance olandese

Accanto ai tre principali modelli di corporate governance che si contraddistinguono per i loro forti tratti peculiari vi sono alcuni paesi che adottano sistemi intermedi ad essi. Il modello olandese infatti può essere definito attingendo prevalentemente alle caratteristiche dei modelli anglosassone e renano.

La struttura azionaria altamente concentrata e l'orientamento alla cooperazione delle società olandesi permettono l'accostamento ai tipici sistemi societari dell'Europa continentale. Per l'attenzione riposta sugli interessi di tutti gli *stakeholders* e per la presenza di strumenti per la codeterminazione dei dipendenti viene spesso ricondotto al modello di origine tedesca. Tuttavia, rispetto a quanto accade in quest'ultimo, in Olanda le banche rivestono un ruolo meno centrale nell'economia e il ricorso al mercato dei capitali è molto più frequente. Inoltre, l'azionariato delle società olandesi risulta essere composto da un elevato numero di investitori istituzionali. Tale aspetto lo rende più simile al modello dei paesi anglosassoni.

Il sistema di corporate governance olandese ha subito numerose mutazioni causate dai cambiamenti che si sono verificati nel contesto storico e che hanno portato alla costante modifica della legislazione societaria e dei codici di *best practices*.

1.3.1 Evoluzione del contesto storico e della normativa societaria

La supremazia commerciale olandese in Europa emerse nel diciassettesimo secolo (Secolo d'Oro Olandese) grazie alla comparsa della Compagnia Olandese delle Indie Orientali (*Vreenigde Oost-Indische Compagnie, VOC*). Questo tipo societario, molto simile in termini strutturali alla società per azioni, fu il primo al mondo a concedere la vendita delle azioni al pubblico. I titoli e le obbligazioni venivano scambiati nella Borsa valori di Amsterdam, la cui fondazione viene fatta risalire al 1602. Inizialmente questa istituzione, la prima a livello internazionale³⁶, si occupava della commercializzazione di merci e solo successivamente, con

³⁶ L'opinione comune ritiene che la Borsa di Amsterdam sia la più vecchia al mondo. Secondo Fernand Braudel, invece, non è così. Egli sostenne, tra le diverse evidenze raccolte, che in Italia intorno al 1330 si verificavano negoziazioni di capitale di prestito statale e in Germania le azioni *Kuxen* delle miniere erano quotate già nel Quindicesimo secolo. Braudel (1992, p.101) affermò: "Tutte queste prove indicano il Mediterraneo come la culla del mercato azionario. Ma le novità di Amsterdam furono il volume, la fluidità del mercato e la pubblicità che ricevette, e la libertà speculativa delle transazioni". BRAUDEL, F., 1992.

la nascita della *VOC*, iniziò a dedicarsi all'attività di scambio di titoli. Le operazioni di compravendita delle azioni avvenivano attraverso la registrazione da parte delle società di certificati che ne attestavano la titolarità. Le attività degli investitori si espansero poi alle speculazioni sul calo e sull'aumento del valore azionario, anche in assenza di denaro o di titoli di proprietà. Il numero degli investitori aumentò notevolmente e, a seconda del loro comportamento speculativo, vennero suddivisi in gruppi (*rotteries*).

L'attività delle prime società olandesi era essenzialmente orientata al perseguimento di interessi pubblici. L'influenza pubblica nell'economia era molto forte: lo Stato si occupava della concessione dei monopoli commerciali e ai funzionari pubblici erano affidate le responsabilità di controllo all'interno delle aziende. Il condizionamento da parte della normativa inglese sui meccanismi di funzionamento societari portò nel corso dei decenni ad un cambiamento di questi aspetti, attivando un orientamento alla massimizzazione dei profitti. Il Secolo d'Oro Olandese portò l'Olanda a qualificarsi tra le nazioni più ricche del mondo occidentale e l'*Amsterdam Stock Exchange* divenne di fatto il fulcro delle attività finanziarie d'Europa.

Gli scenari di prosperità economica spalancati dalla *Golden Age* terminarono con l'avvio del nuovo secolo. L'incremento della concorrenza sui mercati, in particolar modo da parte della Francia e dell'Inghilterra, le errate politiche governative e la scorretta gestione di alcune pratiche amministrative segnarono la fine per la Compagnia Olandese. Tale discesa, che corrispose agli anni di occupazione francese³⁷ (1795-1813) e alla separazione del Belgio dai Paesi Bassi (1830), non terminò sino all'inizio della seconda metà del Diciannovesimo secolo. L'influsso francese, però, fu determinante per la stesura del Codice Commerciale Olandese (*Wetboek van Koophandel*) del 1838, diretto alle società per azioni. Questa prima bozza legislativa mostrava diverse lacune, tra le quali la mancata gestione del rapporto tra management e membri del consiglio di sorveglianza, la scarsa protezione verso gli investitori e la mancata regolamentazione delle responsabilità personali dei soggetti coinvolti nell'attività.

Civilization and Capitalism, 15th-18th Century, Vol. II: The Wheels of Commerce. Los Angeles: University of California Press.

³⁷ Parte della ricchezza che era stata accumulata dalla nazione olandese si ridusse a causa del comportamento del governo francese, che provocò un irrigidimento degli investitori nel mercato azionario. I circa vent'anni di occupazione francese e i seguenti quarant'anni rappresentarono per l'Olanda un periodo di stagnazione economica. I pochi investimenti e lo scarso sviluppo delle conoscenze tecnologiche e scientifiche determinarono un avvio ritardato del processo di industrializzazione rispetto alle altre nazioni europee. DE JONG, A., e RÖELL, A., 2005. *Financing and Control in The Netherlands: A Historical Perspective*. Disponibile su <<https://www.nber.org/chapters/c10275.pdf>> [Data di accesso: 07/05/2020].

Nei primi anni del 1900 l'economia olandese registrò una fase di crescita³⁸, fino allo scoppio della Prima Guerra mondiale e al successivo crollo di Wall Street. La situazione di forte instabilità causata da tali eventi fece registrare numerosi fallimenti di banche e società. Si ritenne pertanto necessario riformare la legislazione societaria. Dopo una serie di proposte e tentativi di riforma non concretizzatisi, nel 1928 fu promulgata una legge più completa. Essa mantenne il preventivo controllo pubblico per l'avvio di un'attività, ma aumentò la regolamentazione sugli aspetti non affrontati dalla normativa precedente. Furono introdotte forme di tutela per gli azionisti di minoranza, responsabilità maggiori per le figure del vertice societario ed obblighi divulgativi a carico delle società. L'aumento della trasparenza circa la distribuzione dei poteri e le informazioni da trasmettere agli *stakeholders* furono tra le finalità dell'attività legislativa. Queste priorità costituirono oggetto di un successivo dibattito.

La riforma del 1928 e in generale il Codice Commerciale non fornivano indicazioni esaustive relativamente agli effettivi destinatari degli obblighi comunicativi e al grado di divulgazione delle informazioni. L'anno successivo il Parlamento olandese approvò la *Visser Novelle*³⁹, diretta a modificare l'articolo 42c del Codice Commerciale. Tra le principali novità apportate figurava l'obbligo di pubblicazione di documenti finanziari con cadenza annuale, quali il bilancio d'esercizio e il prospetto degli utili e delle perdite.

Durante il periodo della Seconda Guerra Mondiale e nella fase post-bellica, l'economia olandese fu trainata dalla cooperazione tra federazioni dei lavoratori e dei datori di lavoro. Ciò fece emergere l'importanza del fattore lavoro all'interno delle organizzazioni. In particolare, il contributo dei dipendenti nel complessivo sistema di corporate governance delle imprese fu

³⁸ La principale fonte che portò ad un incremento della redditività del paese fu lo sfruttamento intensivo delle colonie, soprattutto dal punto di vista agricolo. Il merito della crescita rapida fu così attribuita alle società ad esso dedicate (*Cultuuronndernemingen*) e alle banche con cui quest'ultime intrattenevano un rapporto (*Cultuurbanken*), oltre che alle multinazionali di recente nascita (tra cui è opportuno citare la Royal Dutch Shell). VAN ZANDEN J.L., 2005. *The Economic History of The Netherlands 1914-1995: A Small Open Economy in the 'Long' Twentieth Century*. Volume 1. New York: Routledge.

³⁹ L'intero iter procedurale della Commissione Visser, composta sia da economisti che da giuristi, fu caratterizzato dalla continua divergenza di opinioni. Inizialmente la divisione fu originata dalla presenza di soggetti favorevoli ad una limitata trasmissione delle informazioni (allo scopo di fornire una protezione generale) e di altri che invece l'escludeva totalmente. Successivamente la questione si spostò su altri temi: i tipi societari soggetti agli obblighi ed il grado di apertura e i requisiti della divulgazione. Alla riforma di questi aspetti, che si ottenne grazie al raggiungimento di una serie di compromessi, si ritenne necessario aggiungere all'articolo 42 una lista di 11 elementi che le società dovevano specificare separatamente nel bilancio d'esercizio. ZEFF, S. A., VAN DER WEL, F., e CAMFFERMAN, C. 2016. *Company Financial Reporting: A Historical and Comparative Study of the Dutch Regulatory Process*. Routledge revivals. Routledge.

una delle tematiche di cui si occupò la riforma del diritto societario del 1970-1971 (l'attuale *Dutch Company Law*). Essendo entrata a far parte delle istituzioni europee, l'Olanda fu obbligata ad adottare diverse direttive da queste promosse. La riforma fu praticamente l'attuazione nazionale della Prima Direttiva del 1968. Essa introdusse la società privata a responsabilità limitata (*Besloten Vennotschap, BV*) nel diritto societario olandese, nel quale fino ad allora era prevista la sola società per azioni (*Naamloze Vennootschap, NV*)⁴⁰. La disciplina e la distinzione tra società pubbliche (NV) e private (BV), che rappresentano ancor'oggi i principali tipi societari utilizzati in Olanda, sono contenute nel Libro 2 del Codice Civile Olandese. Inoltre vennero trattati con più attenzione rispetto al passato gli strumenti per la tutela dei diritti degli azionisti di minoranza, la comunicazione dei documenti finanziari e la partecipazione dei dipendenti nel processo decisionale. Il riconoscimento della rilevanza di quest'ultimo aspetto fu determinante per il passaggio da un modello di corporate governance orientato al perseguimento degli interessi degli *shareholders* ad uno *Stakeholder model*.

1.3.2 Il sistema di governo societario previsto dalla *Dutch Company Law* e i Codici di Corporate Governance olandesi

Gli eventi economici e sociali, che hanno caratterizzato il panorama europeo nel corso degli anni, hanno influenzato in modo significativo le economie nazionali. I singoli paesi hanno cercato di rispondere reattivamente sia ai cambiamenti del contesto ambientale che alle direttive delle istituzioni sovranazionali adattando le proprie strutture amministrative e giuridiche. Il percorso storico dell'Olanda si contraddistingue per le diverse riforme che le istituzioni nazionali hanno attuato alla legislazione in vigore e ai codici di corporate governance.

L'attuale modello di corporate governance olandese può essere visto come l'unione di diverse influenze provenienti dagli altri sistemi di governo d'impresa. La rilevanza attribuita a tutti gli *stakeholders*, il legame tra banche e organizzazioni industriali e il complessivo orientamento

⁴⁰ Molte delle piccole-medie imprese, che prima avevano assunto la forma della NV, si trasformarono in BV per beneficiare dei vantaggi del carattere più chiuso di questo tipo societario. Nel momento di creazione dell'istituto giuridico, il legislatore rese comunque obbligatoria la definizione di un capitale minimo, con l'intento di proteggere i creditori. Ciò non fu concretamente realizzato e la clausola legislativa attualmente non è più in vigore. Il vincolo sull'ammontare di capitale è invece rimasto per le società pubbliche, nel rispetto delle normative sovranazionali. VAN VLIET, L., 2014. *The Netherlands - New Developments in Dutch Company Law: The "Flexible" Close Corporation*. *Journal of Civil Laws Studies*. 7 (1). Disponibile su <<https://digitalcommons.law.lsu.edu/jcls/vol17/iss1/8>> [Data di accesso: 18/05/2020].

alla cooperazione permette l'accostamento al modello tedesco. La classificazione come *Network-oriented system* deriva dall'obiettivo delle aziende di ascoltare le esigenze delle differenti categorie di soggetti che la circondano, che non necessariamente sono di tipo lucrativo. Tale intento viene perseguito in primo luogo attraverso l'adozione prevalente del sistema *two-tier*, previsto dalla *Dutch Company Law* del 1971. Esso è caratterizzato dalla copresenza del *Management Board* e del *Supervisory Board*. Solitamente ai membri dell'organo di gestione viene assegnato il potere esecutivo, di cui invece non sono provvisti i componenti dell'organo di controllo. La separazione della funzione di controllo da quella dirigenziale consente ai due organi di operare con maggiore indipendenza.

Le due principali varianti del sistema dualistico sono quello di tipo orizzontale e quello di tipo verticale. Il primo pone l'assemblea degli azionisti in un ruolo centrale nell'attività di controllo e di gestione, dato che ad essa è riconosciuto il potere di nomina di membri del *Management Board* e del *Supervisory Board*. Il sistema dualistico verticale, legalmente adottato in Olanda, permette di introdurre nei meccanismi di gestione societari gli strumenti di codeterminazione, ampiamente diffusi nelle organizzazioni di origine renana. Tra questi occorre sottolineare la numerosità degli elementi previsti per il coinvolgimento dei dipendenti nell'attività (ad esempio, i *Works Councils* e la possibilità di prevedere un diritto di voto circa la nomina dei componenti del *Supervisory Board*) e delle misure di protezione verso il mercato per il controllo societario (soprattutto contro gli *hostile takeovers*). In generale il modello olandese tende a limitare i poteri degli azionisti, al fine di evitare un loro eccessivo coinvolgimento nelle dinamiche aziendali⁴¹.

Gli anni Ottanta e Novanta furono caratterizzati dall'incremento di fenomeni associativi di imprese e dalla parziale perdita del controllo sull'economia da parte dell'entità statale. Fino ad allora, la linea di pensiero prevalente tra le società olandesi fissava come obiettivo la creazione di valore nel lungo periodo, da realizzarsi attraverso un forte affidamento alle istituzioni bancarie e riservando uno scarso peso al mercato azionario. La regolamentazione europea, che con l'Atto unico europeo del 1987 e il Trattato di Maastricht del 1992 puntava alla creazione di un mercato unico dell'Unione Europea, spinse verso la privatizzazione di molte società. L'integrazione dei mercati e l'internazionalizzazione consentì alle imprese olandesi di abbandonare lentamente la reticenza verso i mercati finanziari e di attuare una

⁴¹ Ciò viene realizzato attraverso la previsione di azioni privilegiate con determinati poteri di controllo o di strumenti di delega di poteri all'organo amministrativo. VAN BEKKUM, J., et al., 2010. *Corporate Governance in the Netherlands*. International Congress on Comparative Law. Washington. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1507633>> [Data di accesso: 18/05/2020].

progressiva deregolamentazione e un allentamento delle misure protettive.⁴² Per riuscire a stare al passo con gli altri paesi, molte società del paese trovarono nella quotazione in Borsa il mezzo più adatto per reperire capitali.

Diretta conseguenza di tale cambiamento fu lo spostamento dell'attenzione verso gli azionisti e quindi verso la creazione di valore a breve termine e la ricerca di maggiori profitti. Ciò indusse le aziende a focalizzarsi molto di più sugli aspetti finanziari della gestione⁴³, avvicinandosi così al sistema di corporate governance dei paesi anglosassoni.

Seguendo l'esempio inglese, nel 1997 (cinque anni dopo il *Cadbury Code*) in Olanda fu approvato il Rapporto Peters. Fu elaborato dal *Peters Committee*, così denominato perché a presiederne i lavori fu l'ex *Chief Executive Officer* di Aegon, Jaap Peters. Il comitato era composto da rappresentanti del contesto imprenditoriale, di Euronext Amsterdam (mercato finanziario e borsa valori), di società finanziarie, accademici ed investitori. Fu il primo testo olandese a descrivere le *best practices* che le imprese quotate avrebbero dovuto seguire per ottenere un efficiente sistema di corporate governance. Si concentrò sull'aumento della trasparenza interna ed esterna e sul riconoscimento di maggiori diritti per gli *shareholders*, soprattutto per gli investitori istituzionali i cui interessi erano stati per molto tempo sottovalutati. Con il Rapporto furono emesse 40 raccomandazioni aventi ad oggetto il miglioramento del funzionamento degli organi di gestione e di controllo e la regolazione del nuovo rapporto tra azionisti e società. Il Rapporto Peters non consisteva in una legge ad applicazione obbligatoria, ma in una forma di autodisciplina per la quale era raccomandata l'applicazione del principio *comply or explain*.⁴⁴ Solamente un numero inferiore alla metà

⁴² Quei fattori si fecero sentire particolarmente nel settore bancario e in quello assicurativo. Le attività cominciarono a diversificare i propri servizi avvicinandosi ad un modello di banca universale. Molte imprese finanziarie decisero di aggregarsi fino a formare grandi holding di spicco nel sistema economico olandese, come ING, AMN-AMRO e Aegon. HEEMSKERK, E.M., MOKKEN, R.J., e FENNEMA, M., 2003. *From Stakeholders to Shareholders. Corporate Governance Networks in the Netherlands 1976-1996*. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=411580>> [Data di accesso: 19/05/2020].

⁴³ In uno studio del 1997, Icke, Mokken e Schijf valutarono il cambiamento nella composizione del *Board* del 1993 rispetto a quello del 1984, di riflesso al mutato approccio ai mercati finanziari. Prendendo un campione di imprese industriali olandesi (anche se il numero delle firme dei direttori e dei dati a disposizione erano maggiori per il 1993) notarono che il numero dei componenti dell'organo amministrativo con conoscenze di tipo finanziario erano raddoppiate (dall'8% al 14%). Anche le conoscenze di tipo tecnologico presenti nel *Board* aumentarono, passando dal 18% al 25%, mentre quelle di tipo tecnico-contabile, commerciale e giuridico rimasero pressoché invariate. ICKE, B.L., MOKKEN, R.J., e SCHIJF, H., 1997. *Technologie en management*. Amsterdam: Het Spinhuis.

⁴⁴ Il Rapporto Peters dei Paesi Bassi del 1997 non produsse molti risultati rispetto alla situazione precedente alla sua introduzione. Abe De Jong, Douglas V. DeJong, Gerard

delle imprese quotate, che avevano aderito al Rapporto Peters, effettivamente misero in pratica questo principio.⁴⁵

Nonostante le promettenti aspettative di questa prima iniziativa di autoregolamentazione olandese, i problemi presenti nel periodo precedente all'emanazione del rapporto Peters si rivelarono ancora esistenti nella fase successiva alla sua attuazione. Anche se alcune grandi società cercarono di migliorare la posizione degli investitori, essi difficilmente videro riconoscersi i propri diritti da parte dei *Boards*. Al fine di trovare una soluzione alla complessiva inefficacia del rapporto e per reagire al turbolento ambiente caratterizzato da scandali aziendali, nel 2004 venne elaborato un nuovo codice: il *Tabaskblat*. La Commissione *Tabaskblat*, diretta dall'ex *Top Executive* di Unilever Morris *Tabaskblat*, iniziò l'elaborazione di un nuovo testo di *best practices* di corporate governance. Esso venne reso di obbligatoria applicazione per tutte le società quotate e per le società estere aventi sede in Olanda. L'unico modo attraverso il quale quest'ultime potevano esimersi da tale vincolo era l'utilizzo del principio "*comply or explain*". Qualunque impresa che avesse deciso di non adottare il codice, o di farlo solo parzialmente, avrebbe dovuto indicare nel proprio bilancio annuale la motivazione di tale scelta. L'imposizione legale potrebbe essere anche vista come uno strumento per incrementare la responsabilità degli organi interni, circa l'effettiva messa in pratica delle disposizioni adottate.

I 21 principi coprono diverse tematiche: il funzionamento del *Management Board*, del *Supervisory Board* e del *General Meeting* degli azionisti, l'indipendenza dei direttori, il controllo dei conflitti di interesse e la divulgazione di informazioni finanziarie.⁴⁶

Mertens e Charles E. Wasley (2005) individuarono nell'adozione volontaria e nella limitazione o assenza di controllo le cause principali dell'insuccesso delle forme di autoregolamentazione. Ciò portò a supporre che i codici elaborati da circa 10 paesi europei, costituiti sugli stessi criteri, non fossero poi così efficaci. L'iniziativa olandese prevedeva una forma di controllo, ma non un obbligo alla conformazione per le imprese. Confrontando i dati relativi ai cinque anni precedenti al Rapporto olandese con quelli registrati nei tre anni successivi (1992-1999) delle imprese non finanziarie quotate in Euronext, gli studiosi non rilevarono alcun segnale di miglioramento sul valore e sulla corporate governance delle stesse. Anzi, agli evidenti problemi di monitoraggio si aggiunse il mancato rilevamento di effetti positivi sul prezzo delle azioni. Nonostante lo scetticismo iniziale, però, il mercato dei capitali assunse un nuovo ruolo di regolamentazione, favorendo l'integrazione di elementi di corporate governance nelle nuove quotazioni.

⁴⁵ OECD, 2004. *Corporate Governance: a survey on OECD countries*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/21755678.pdf>> [Data di accesso: 22/04/2020].

⁴⁶ Rispetto alla situazione precedente, nel 2004 si notò che un numero più elevato di imprese approfondì aspetti della propria struttura di corporate governance. Inoltre, ad aderire alle politiche previste dal codice furono in via prevalente le imprese di grandi dimensioni (il campione preso in considerazione era costituito dalle più grandi 150 società quotate olandesi).

Nel 2008 il Codice di Corporate Governance olandese venne ancora una volta modificato dal *Frijns Committee*. Mantenendo l'obbligatorio principio “*comply or explain*”⁴⁷, la nuova versione apportò dei cambiamenti nelle modalità della gestione del rischio, nella composizione degli organi societari e nel sistema di remunerazione dei suoi membri. La novità più importante fu però l'introduzione del concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR). La spinta verso l'apertura alle tematiche sociali fu causata sia dalle continue azioni intraprese dagli azionisti contro le società, sia perché si individuò il collegamento che esse avevano con i meccanismi di governo societario.

1.3.3 Il Codice di Corporate Governance del 2016

L'ultimo aggiornamento del codice fu proposto nel 2016 da parte del Comitato presieduto da Van Manen, allora Presidente del *Monitoring Committee* olandese⁴⁸. Entrato in vigore a partire dal 1 Gennaio 2017, il codice trova applicazione in tutte le società con sede legale in Olanda “e le cui azioni o certificati di deposito sono stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema analogo” (Dutch Corporate Governance Code

Una spiegazione potrebbe consistere nel fatto che, essendo quotate, sono maggiormente esposte all'analisi degli investitori e delle istituzioni rispetto a quanto accade con le piccole realtà imprenditoriali.

Affermare che il *Tabaskblat Code* produsse buoni risultati sulla corporate governance, aumentando la trasparenza e la responsabilizzazione delle società, è difficile. Il testo, infatti, si presentava in alcuni tratti non preciso sulle informazioni da divulgare, lasciando così spazio alle imprese di potersi conformare alle *best practices* solo in modo formale e simbolico. Principi di notevole importanza, come la remunerazione del *Management Board* e l'indipendenza dei componenti dell'organo di vigilanza, sono quelli per i quali si sono rilevati le percentuali di *no-compliance* più alte. AKKERMANS, D., et al., 2007. *Corporate Governance in the Netherlands: An Overview of the Application of the Tabaksblat Code in 2004*. Corporate Governance: An International Review. 15(6). pp. 1106-1118. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00634.x>> [Data di accesso: 22/05/2020].

⁴⁷ Analizzando il comportamento di un gruppo di società olandesi nel periodo 2005-2009, Hooghiemstra, R., (2012) cercò di appurare l'esistenza di fattori capaci di influenzare il carattere informativo delle spiegazioni fornite dalle imprese che scelsero l'opzione “*explain*” piuttosto che “*complain*”. Egli notò che il grado di informazione nelle motivazioni aumentava con il crescere della concentrazione proprietaria e della forza del *Board* e con il minor utilizzo del capitale di debito come fonte di finanziamento. HOOGHIEMSTRA, R., 2012. *What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code?*. Accounting and Business Research. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/00014788.2011.600630>> [Data di accesso: 26/05/2020].

⁴⁸ Il *Monitoring Committee (Monitoring Commissie)* è un'istituzione nazionale olandese che si occupa di promuovere l'adozione del codice di autodisciplina attualmente in vigore. Redige dei report periodici all'interno dei quali individua le modalità con le quali le società hanno deciso di conformarsi ai principi e in quale misura. Inoltre mantiene sotto controllo le evoluzioni internazionali sulle pratiche di buona governance e chiarisce gli eventuali dubbi sul testo del codice.

Monitoring Committee, 2016, p. 7). All'interno di tale dicitura rientrano quindi anche tutte le società pubbliche (NV) e private (BV), collegate in qualche modo con l'Olanda, quotate in qualsiasi mercato azionario.

Il nuovo testo, suddiviso in cinque capitoli, si focalizza in primo luogo sulla creazione di valore nel lungo periodo. Per realizzarla risulta necessario lo sviluppo di una strategia orientata al perseguimento di obiettivi futuri (in un orizzonte temporale almeno di medio termine), in vista della soddisfazione degli interessi degli *stakeholders*. La responsabilità delle organizzazioni infatti non si esaurisce con il conseguimento di risultati economici positivi e di profitti, ma si espande anche alla sfera ambientale, sociale e umana. La strategia deve dimostrarsi flessibile nell'adattarsi alle dinamiche del mercato, anche attraverso modifiche da attuarsi nel breve periodo. Naturalmente, però, ciò non significa che essa deve essere interamente proiettata verso la massimizzazione dei risultati del breve termine. Alcune tra le imprese che decisero di adottare quest'approccio furono tra quelle che nel nuovo millennio incorsero in scandali finanziari (per irregolarità contabili, frodi e corruzione). Per questo motivo il comitato ha approfondito il tema della gestione del rischio delle imprese, coinvolgendo nel controllo insieme ai revisori interni ed esterni anche gli altri organi societari interni assegnando loro compiti di rendicontazione.⁴⁹

Un altro cambiamento è stato l'introduzione dell'elemento culturale nel sistema di corporate governance olandese. Di difficile definizione, la cultura rappresenta lo strumento che unisce i meccanismi societari e che incide nella definizione delle scelte strategiche delle organizzazioni. Pertanto essa è in grado di influenzare le performance delle imprese ed assume un ruolo fondamentale nel processo di creazione di valore nel lungo periodo. Il *Management Board*, con la supervisione dell'organo di controllo, ha il dovere di progettare una base culturale solida e sostenibile nel tempo. Deve riflettere l'immagine che la società intende trasmettere all'esterno ed essere costituita da valori e schemi comportamentali capaci di indirizzare le azioni di tutti i soggetti coinvolti nell'attività economica (in particolar modo dei lavoratori).

Alcune modifiche al codice del 2008 hanno riguardato gli incarichi e la responsabilità del *Supervisory Board*, le relazioni tra quest'organo e il *Management Board*, la rivisitazione della posizione degli azionisti e del *General Meeting* e la possibilità di prevedere un *Executive*

⁴⁹ DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2016. *Revision of the Dutch Corporate Governance Code: An overview of the most important changes*. Disponibile su <<https://www.mccg.nl/?page=4738>> [Data di accesso: 27/05/2020].

*Committee*⁵⁰. Altri interventi sono stati effettuati sui temi della remunerazione, dell'indipendenza e dei meccanismi di CSR.

Per quanto riguarda la decisione delle società di conformarsi o meno alle pratiche di buona governance, è rimasta ferma l'applicazione del “*comply or explain principle*”. Con il nuovo codice viene richiesta una motivazione più approfondita per spiegare l'eventuale divergenza. Secondo quanto riportato all'interno dell'ultimo rapporto del *Monitoring Committee* del 2019, il tasso di conformità medio al codice relativo all'anno 2016 da parte delle società quotate olandesi si aggirava intorno al 98,8%. Tale dato è stato ricavato dallo studio effettuato dalla *SEO Amsterdam Economics*, che ha riportato dati in crescita rispetto a quelli del 2015 in cui si era registrato un tasso medio pari a circa il 97%.⁵¹

Il 2017 ha rappresentato per le aziende un anno di transizione verso il nuovo testo. A causa del fatto che gran parte delle società non sono riuscite ad applicarlo in suddetta annualità, il Comitato Van Manen è stato in grado solamente di raccogliere le loro prime impressioni a riguardo. Relativamente ai temi della creazione di valore nel lungo termine e della cultura più della maggioranza del campione analizzato sembra averli accolti in modo positivo. A riconoscerne l'enorme importanza sono soprattutto le società quotate nelle borse nazionali, che spontaneamente avevano già inserito l'elemento culturale nel proprio codice di autodisciplina. Invece le aziende, le cui azioni sono collocate presso i mercati locali, sono risultate in ritardo nello sviluppo di questi aspetti.

Con un ulteriore studio della SEO relativo all'esercizio 2018, commissionato dal *Monitoring Commissie* presieduto da Pauline van der Meer Mohr, è stato possibile confermare l'ottima

⁵⁰ L'*Executive Committee* è un organo che collabora con il *Management Board* nel processo decisionale e che assicura la correttezza delle decisioni assunte. Può anche assumere funzioni di consultazione e di supporto. Secondo quanto riportato dal rapporto del 2012 del *Dutch Monitoring Committee*, relativo all'annualità precedente, circa la metà delle società quotate olandesi avevano deciso di affiancare all'organo amministrativo un *Executive Team*. KLEIPOOL, R., VAN OLFFEN, M., e ROELVINK, B., 2018. *Corporate Governance in the Netherlands: A practical guide to the new Corporate Governance Code*. The Hague: Eleven International Publishing.

⁵¹ I dati sono stati ricavati dal sondaggio creato dalla SEO Amsterdam Economics (SEO), un istituto di ricerca economica dell'Olanda. Ad esso hanno deciso di sottoporsi 68 società olandesi quotate nei mercati AEX, AMX, AScX e in un'altra borsa locale. Le risposte non sono relative solo all'anno 2016, ma contengono anche le aspettative per l'esercizio successivo e per l'applicazione del nuovo Codice di Corporate Governance. MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE, 2017. *Final Document Van Mannen Committee*. Disponibile su <<https://www.mccg.nl/?page=5787>> [Data di accesso: 28/05/2020].

accettazione del nuovo codice da parte delle società olandesi in quanto ha determinato un tasso di adozione medio pari al 99%⁵².

1.3.4 I sistemi *one-tier* e *two-tier*

A seguito di una serie di dibattiti, nel 2013 è stato introdotto nel diritto societario olandese, con il *Management and Supervision Act*⁵³, il sistema monistico o *one-tier system* per le società pubbliche (NV) e private (BV). Nonostante alcune disposizioni relative ai suoi fondamentali meccanismi di funzionamento fossero già state inserite all'interno dei Codici di Corporate Governance del 2008 e successivamente del 2016, ad oggi la copertura normativa del modello appare ancora limitata. Le società godono infatti di un certo grado di flessibilità e di libertà nella sua implementazione.

Rispetto al sistema dualistico, quello monistico è caratterizzato dall'esistenza di un unico organo incaricato della gestione e del controllo dell'attività. Quest'ultimo può essere composto da almeno cinque membri che possono essere solo amministratori esecutivi oppure una combinazione di amministratori esecutivi e non. Secondo quanto stabilito dalle *best practices* olandesi di corporate governance, il numero dei *non-executive directors* dovrebbe costituire la maggioranza del consiglio, così da assicurare indipendenza nell'esercizio della funzione di controllo. Una simile impostazione societaria permette pertanto anche ai soggetti addetti alla sorveglianza di essere coinvolti e di poter influenzare il processo decisionale. Il risultato finale rappresenta una decisione consapevole e sicuramente assunta in modo informato. Guardando a questo vantaggio da una prospettiva alternativa si riesce a comprendere che esso potrebbe costituire allo stesso tempo un punto di debolezza del modello. L'inesistenza di una vera e propria linea di demarcazione all'interno del *Board* tra amministratori esecutivi e non esecutivi potrebbe provocare problemi interni circa la suddivisione dei compiti e dei ruoli.

⁵² Il tasso di applicazione del nuovo Codice di Corporate Governance pari al 99%, ottenuto dai dati di 81 società quotate, è scomponibile in due parti: il 96,8% rappresenta il numero delle imprese che hanno optato per la completa conformità, mentre il 2,2% consiste nel totale delle deviazioni sostanziali ben motivate. MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE, 2019. *Monitoring Report on the 2018 Financial Year*. Disponibile su <[https://www.mccg.nl/monitoring-report-2019-\(financial-year-2018\)](https://www.mccg.nl/monitoring-report-2019-(financial-year-2018))> [Data di accesso: 29/05/2020].

⁵³ Approvato il 25 Settembre 2012, ma entrato in vigore a partire dal 1 Gennaio 2013, il *Management and Supervision Act (Wet bestuur en toezicht)* per le società NV e le BV ha apportato numerose novità nell'ordinamento giuridico olandese. Oltre al sistema monistico, sono state introdotte regole sulla composizione dei *Boards*, sulla gestione dei conflitti d'interesse, sulla definizione dei ruoli e delle responsabilità dei componenti degli organi interni e sulla protezione dei lavoratori.

La scelta dell'Olanda di rendere legale anche l'adozione del *one-tier system* si giustifica nella volontà di incrementare la competitività e l'attrazione verso il mercato nazionale. Ciò ha infatti rappresentato un'ottima strategia per suscitare l'interesse degli investitori, in particolar modo di quelli istituzionali. Il cambiamento normativo potrebbe anche essere interpretato come un passo d'avvicinamento verso lo *Shareholder model* dei paesi anglosassoni.⁵⁴

La struttura di corporate governance prevalentemente utilizzata in Olanda è però quella del *two-tier system*. L'affiancamento del consiglio di sorveglianza al consiglio di gestione è stato reso obbligatorio dal Codice Civile Olandese nel 1971 per tutte le società⁵⁵ che superano determinate soglie che permettono di definirle come imprese di grandi dimensioni (*large companies*).⁵⁶ I suddetti requisiti dimensionali per le NV e le BV consistono nella registrazione di un numero di dipendenti in media almeno pari alle 100 unità, di un ammontare di capitale sociale e di riserve superiore ai 16 milioni di euro e nell'istituzione di un *Works Council* (nel rispetto degli obblighi di legge) per tre esercizi consecutivi.⁵⁷ Il trattamento giuridico che viene riservato a queste società viene definito *structuurregime*.

Non tutte le società rientranti nella definizione di impresa di grandi dimensioni sono destinate ad adottare tale struttura di corporate governance. Le imprese che realizzano esclusivamente servizi manageriali e finanziari per il gruppo a cui appartengono o che si comportano come holding finanziarie i cui dipendenti risultano essere per la maggior parte collocati all'estero

⁵⁴ Il sistema monistico rappresenta un modello particolarmente adatto a società flessibili, abituate ad operare in ambienti in continuo mutamento. Esso è preferito dalle società pubbliche quotate, in quanto più inclini all'apertura internazionale. KUC, J., e SZOLC, M., 2014. *One-tier v. two-tier board in public companies – Dutch and Polish perspective*. Comparative analysis. University of Warsaw Journal of Comparative Law. pp. 149-161. Disponibile su <[https://www.academia.edu/19964460/One-tier v. two-tier board in public companies - Dutch and Polish perspective. Comparative analysis](https://www.academia.edu/19964460/One-tier_v._two-tier_board_in_public_companies_-_Dutch_and_Polish_perspective._Comparative_analysis)> [Data di accesso: 30/05/2020].

⁵⁵ Oltre che nelle società per azioni (*Naamloze Vennootschap*) e nelle società a responsabilità limitata (*Besloten Vennootschap, BV*), lo *structured regime* trova applicazione anche nelle cooperative (*coöperaties*) e nelle società di mutua assicurazione (*onderlinge waarborgmaatschappijen*) che superano le dimensioni stabilite dalla legge. GROENEWALD, E., 2005. *Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003*. European Business Organization Law Review 6. pp.291-311. Disponibile su <<https://doi.org/10.1017/S1566752905002910>> [Data di accesso: 30/05/2020].

⁵⁶ Con l'ammissione del *one-tier system* nel diritto olandese, qualora le società sottoposte allo *structured regime* dovessero decidere di adottarlo, dovranno prevedere la nomina di direttori non esecutivi nell'unico organo societario che ricopre sia incarichi gestionali sia di supervisione.

⁵⁷ KAARLS, A., e POPPEMA, D., 2019. *Netherlands: Corporate Governance 2019*. Houthoff. Disponibile su <<https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/netherlands>> [Data di accesso: 31/05/2020].

possono rappresentare delle eccezioni allo *structuurregime*.⁵⁸ Oltre a questi, l'art.153.3 del Libro 2 del Codice Civile Olandese aggiunge anche altri casi d'esclusione, che possono eventualmente decidere volontariamente di adottare questa tipologia di struttura.

Alle società escluse solitamente viene richiesta l'implementazione di un regime più mite (*mitigated structure regime*). Più precisamente esso è previsto per le imprese che fanno parte di un gruppo multinazionale, in cui più del 50% del loro capitale è controllato da altre entità (dalla società madre o dalle imprese consociate) i cui dipendenti sono per la maggioranza impiegati fuori dai confini nazionali.⁵⁹

Tutte le altre piccole e medie imprese sono invece assoggettate al *common regime*, in cui l'obbligo di istituzione dell'organo di controllo non sussiste.⁶⁰

Secondo quanto riportato nel documento *Board Member Nomination and Election* dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD) del 2012, il 97% delle 101 società quotate dell'Olanda aveva optato per il sistema *two-tier*. Solamente Unilever e tre imprese più piccole avevano preferito il sistema monistico. Sul dato totale, 37 organizzazioni hanno applicato lo *structuurregime*, di cui 34 perché superavano le soglie dimensionali previste dal Codice Civile Olandese e 3 per scelta volontaria.

In sintesi, le società assoggettate al diritto olandese possono adottare:

- lo *structuurregime*, su base volontaria o per adempiere all'obbligo di legge stabilito dal *Dutch Civil Code* per le *Large entities* olandesi (società di grandi dimensioni). Il vincolo scatta quando per tre esercizi consecutivi la società ha impiegato in media più di 100 dipendenti in Olanda, il suo capitale sociale sommato alle riserve ha raggiunto un importo superiore ai 16 milioni di euro e ha istituito un *Works Council*. Quando tale situazione si presenta, la società deve affiancare un consiglio di sorveglianza al consiglio di gestione (*two-tier system*) oppure deve nominare dei direttori non esecutivi nell'unico organo societario (*one-tier system*);

⁵⁸ Dutch Civil Code. Book 2. Article 153.

⁵⁹ Il *mitigated structure regime*, a differenza dello *structure regime*, prevede la possibilità di nominare, sospendere e revocare i membri del *Management Board* da parte degli azionisti. GROENEWALD, E., 2005. *Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003*. European Business Organization Law Review 6. pp.291-311. Disponibile su <<https://doi.org/10.1017/S1566752905002910>> [Data di accesso: 30/05/2020].

⁶⁰ PAOLINI, A., 2014. *Research Handbook on Directors Duties*. Edward Elgar Publishing.

- il *mitigated structure regime*, quando rientrano tra le eccezioni allo *structuurregime* (Art. 153.3, Libro 2 del Codice Civile Olandese). Tra queste vi sono le holding internazionali che si occupano esclusivamente, o quasi, della gestione e del finanziamento delle società consociate o delle partecipazioni societarie e i cui dipendenti sono per la maggioranza impiegati fuori dal territorio olandese.
- il *common regime*, se si tratta di imprese di piccole o medie dimensioni.

1.3.5 Il *Management Board* e il *Supervisory Board*: funzioni e composizione

Il legame che unisce azionisti, società e in generale gli *stakeholders* può essere perfettamente rappresentato dal *Management Board*. L'organo incaricato della gestione aziendale è chiamato alla rielaborazione e all'organizzazione degli interessi dei diversi soggetti in modo che le decisioni assunte non deludano le aspettative di alcune di queste categorie. Oltre ad occuparsi del compimento delle operazioni ordinarie, il consiglio deve attentamente pianificare la strategia e le politiche future dell'impresa. Deve stabilire gli obiettivi da raggiungere sia per quanto riguarda la gestione operativa che per quella finanziaria, cercando di assicurare una situazione di stabilità. Entrando più nello specifico, il *Management Board* è incaricato della redazione e della sottoscrizione dei bilanci annuali e della conservazione dei libri e dei registri contabili ed amministrativi. I suoi componenti, che possono essere esecutivi o non esecutivi, in linea di principio assolvono ai loro compiti collettivamente. Da alcune ricerche relative all'anno 2013 è risultato che in media la percentuale di direttori esecutivi in Olanda era pari al 26% contrapposta al 74% di direttori non esecutivi. Le risultanze sono in linea con i dati medi europei (20% e 80% rispettivamente) ⁶¹.

Ai sensi dell'articolo 130 del Libro 2 del Codice Civile Olandese, ogni singolo amministratore di una NV o di BV è dotato del potere di rappresentanza dell'organizzazione, salvo altre previsioni legislative e quanto stabilito negli statuti societari.

In capo agli amministratori sussistono anche obblighi informativi. Nelle società sottoposte allo *structuurregime*, essi devono costantemente e tempestivamente fornire le informazioni necessarie al *Supervisory Board* per esercitare le proprie funzioni e inviare loro almeno una

⁶¹ HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report*. Disponibile su <<https://www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance>> [Data di accesso: 06/05/2020].

volta all'anno una relazione sul funzionamento dell'impresa (sul sistema amministrativo e di controllo, sulla gestione strategica, dei rischi finanziari e generali) ⁶².

Il *Supervisory Board* è l'organo cui spetta il potere di controllo sull'andamento generale delle attività dell'organizzazione e sulle azioni compiute dal consiglio di amministrazione. Può anche fornire a quest'ultimo servizi di consulenza circa le vicende e gli affari societari.⁶³ Vigila sul modo in cui viene attuata la strategia per la creazione di valore di lungo termine e gli è riconosciuto il diritto di approvare o meno determinate scelte del *Management Board*. Il consiglio di sorveglianza può inoltre nominare, sollevare o sospendere dal loro incarico gli amministratori.⁶⁴ Il suo ruolo assume rilevanza nello svolgimento di due precise funzioni: il controllo dell'efficacia del *risk management* interno e la verifica della qualità e della veridicità dei prospetti contabili e finanziari.

Relativamente alla composizione e alla dimensione dei due organi, il *Dutch Civil Code* non fornisce molte indicazioni.

Esso stabilisce che i primi membri del *Management Board* devono essere nominati nell'atto costitutivo, mentre i successivi dovranno essere scelti dal *General Meeting* degli azionisti (che ha anche il potere di destituirli) a maggioranza, salvo diversa disposizione dello statuto dell'organizzazione. Gli amministratori esecutivi di una società di grandi dimensioni sotto lo *structured regime* devono essere eletti dal *Supervisory Board*, o dai consiglieri non esecutivi in caso di adozione del sistema *one-tier*.⁶⁵

Oggi la dimensione media dei *Boards* delle società quotate olandesi si sta riducendo, infatti molto più spesso si incontrano strutture rette da due soli componenti (Grafico 7). La diffusione del modello basato sul dualismo *Chief Financial Officer – Chief Executive Officer*

⁶² Dutch Civil Code. Book 2. Article 141.

⁶³ Dutch Civil Code. Book 2. Article 140.

⁶⁴ Il consiglio di sorveglianza deve essere coinvolto nella formulazione della mission e della strategia aziendale, assumendo le responsabilità derivanti dalla sua implementazione. Dai diversi diritti riconosciuti in capo al *Supervisory Board* e dal forte coinvolgimento nello svolgimento delle funzioni del *Management Board* si evince che il rapporto che lega i due organi è molto più stretto rispetto a quanto accade nelle società tedesche. DE JONG, A., et al., 2005. *The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands*. *Journal of Corporate Finance*. pp.473-503. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.01.002>> [Data di accesso: 12/05/2020].

⁶⁵ KAARLS, A., e POPPEMA, D., 2019. *Netherlands: Corporate Governance 2019*. Houthoff. Disponibile su <<https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/netherlands>> [Data di accesso: 31/05/2020].

è principalmente dovuta alla crescente importanza dell'*Executive Committee* nei sistemi di corporate governance.⁶⁶

Per quanto riguarda il consiglio di sorveglianza, il Codice Civile stabilisce semplicemente che deve essere composto da persone fisiche e che il loro numero può variare da uno o più soggetti. Se non nominati al momento della stipulazione dell'atto costitutivo della società, essi dovranno essere scelti dal *General Meeting*.⁶⁷ La scelta da parte degli azionisti dovrà però basarsi su una designazione del *Supervisory Board* stesso, nel caso di società adottanti lo *structuurregime* (meccanismo di cooptazione). Il *Works Council* deve essere informato sui nominativi dei candidati e sulle motivazioni che stanno alla base della scelta di quelle determinate persone. Ad esso spetta infatti il diritto di esprimere il proprio punto di vista sulla questione, anche se non assumerà carattere vincolante ai fini della nomina.

Nel contesto delle nomine delle grandi società si inserisce una prima forma di codeterminazione prevista dal modello di corporate governance olandese. Essendo richiesto un numero minimo di componenti pari alle 3 unità, almeno un terzo del consiglio di sorveglianza deve essere scelto tra le persone proposte dal *Works Council* (istituto chiamato a rappresentare gli interessi dei lavoratori).⁶⁸ La durata massima del mandato dei consiglieri è di quattro anni, ma può estendersi ad ulteriori quattro anni in caso di rielezione (le medesime disposizioni sono previste per gli amministratori del *Management Board*). L'eventuale sospensione o rimozione dall'incarico di un singolo membro del *Supervisory Board* può essere richiesta dal consiglio di sorveglianza cui appartiene, da un rappresentante del *Works Council* o degli azionisti alla *Enterprise Chamber (Ondernemingskamer)* della Corte d'Appello di Amsterdam, al verificarsi di gravi eventi o per inadempimenti delle sue funzioni.⁶⁹

⁶⁶ RAAIJMAKERS, G., e RUTTEN, S., 2019. *Corporate leadership in Netherlands*. NautaDutilh. The Law Reviews. Disponibile su <<https://www.lexology.com/>> [Data di accesso: 03/06/2020].

⁶⁷ Dutch Civil Code. Book 2. Article 140.

⁶⁸ Dutch Civil Code. Book 2. Article 158.

⁶⁹ Dutch Civil Code. Book 2. Article 161.

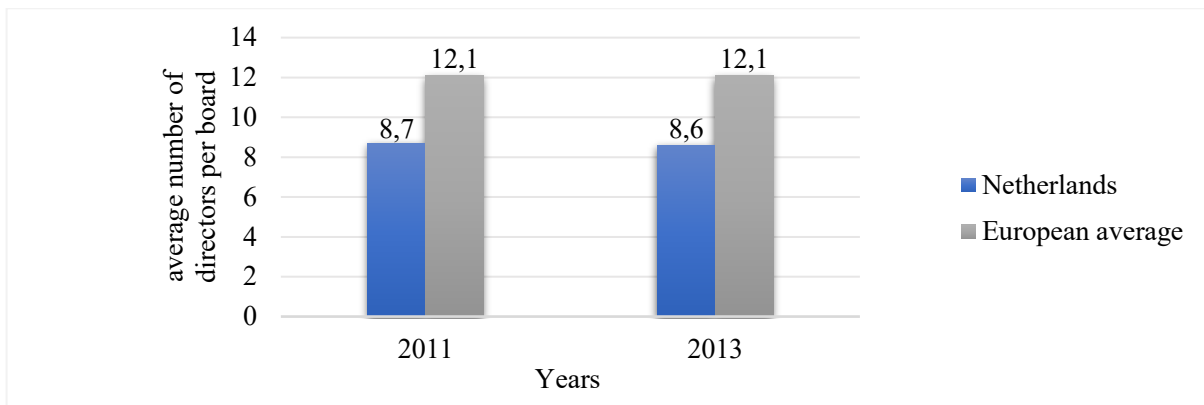


Grafico 7: Dimensione media dei *Boards* delle società olandesi nel 2011 e nel 2013. In Olanda la dimensione dei *Boards* è nettamente inferiore rispetto alla media europea e nel biennio considerato si è ridotta di 0,1. Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report*. Disponibile su <https://www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance>.

Il Codice di Corporate Governance olandese non stabilisce dei requisiti precisi e vincolanti per i componenti dei due consigli. Nel principio 2.1 viene semplicemente richiesto che essi siano dotati di un adeguato livello di esperienza, di indipendenza e di un sufficiente bagaglio di competenze e di conoscenze.⁷⁰ Il fine principale che il codice intende raggiungere è quello di assicurare la diversità all'interno dei *Boards*. La varietà in termini di genere, istruzione, età, nazionalità, professione è in grado di assicurare maggiore qualità nella gestione e nel controllo delle organizzazioni.

Il tipico modello societario olandese è ancora caratterizzato da una prevalenza maschile negli organi di gestione aziendale e da un'età dei componenti piuttosto avanzata (Grafici 8 e 9). La variabile anagrafica rappresenta di sicuro un vantaggio in quanto i componenti più anziani sono in grado di apportare numerose abilità e differenti valori.

I *Boards* olandesi si contraddistinguono inoltre per le diverse nazionalità dei suoi membri (Grafico 10).⁷¹ L'apertura oltre i confini nazionali può facilitare le imprese nel processo di

⁷⁰ A fronte della posizione chiave acquisita negli anni dalla funzione di controllo, il Codice Civile Olandese all'articolo 2:158(3) richiede al *Supervisory Board* la definizione del suo profilo in termini di grandezza e composizione, tenendo conto della natura dell'attività esercitata. L'approfondimento sulle caratteristiche che devono essere necessariamente indicate è contenuto nei punti 2.1.1 e 2.1.2 del Codice di Corporate Governance Olandese. Tale obbligo è previsto solo per le società sottoposte allo *structure regime*.

⁷¹ Il 62% delle nuove nomine del 2018 erano di nazionalità diversa da quella olandese. L'eterogeneità in termini di nazionalità è tra le più elevate in Europa (l'Olanda supera tra gli altri la Germania, la Francia e il Regno Unito). HEIDRICK & STRUGGLES, 2019. *Board*

internazionalizzazione, ma allo stesso tempo potrebbe determinare un declino nelle performance aziendali, a causa di problemi di comunicazione interni e di integrazione fra culture.

I nuovi direttori nominati nel 2018 spiccano per la loro esperienza nel mondo imprenditoriale (Grafico 11). Stando al rapporto del 2019 di Heidrick & Struggles, il 29% di essi aveva esperienza nella gestione del rischio finanziario mentre il 14% nell'ambito digitale e dei *social media*. Nessuno dei nuovi consiglieri aveva maturato esperienza nella sicurezza informatica.

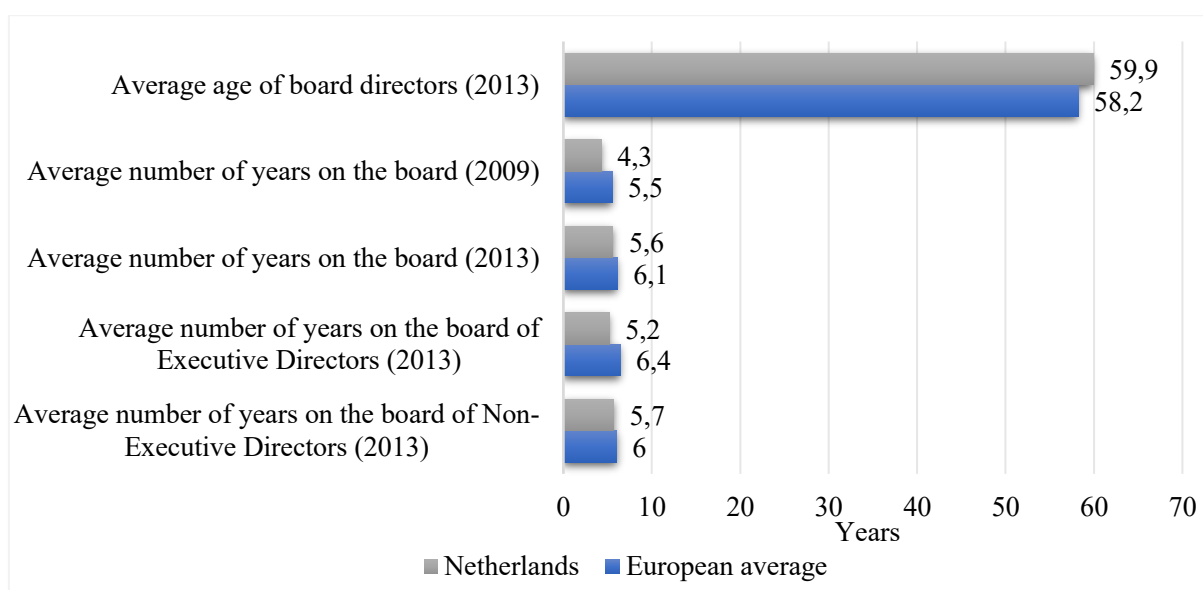


Grafico 8: Età media e durata della carica dei consiglieri delle società olandesi a confronto con i dati medi europei.

L'età media dei componenti dei *Boards* in Olanda è abbastanza elevata. Aggirandosi intorno ai sessanta anni risulta comunque di poco superiore alla media europea. Da notare è l'incremento del 30% degli anni di permanenza dei *board directors* dal 2009 al 2013.

Il mandato degli amministratori non esecutivi è leggermente più lungo di quello dei consiglieri con il potere esecutivo.

Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report*.

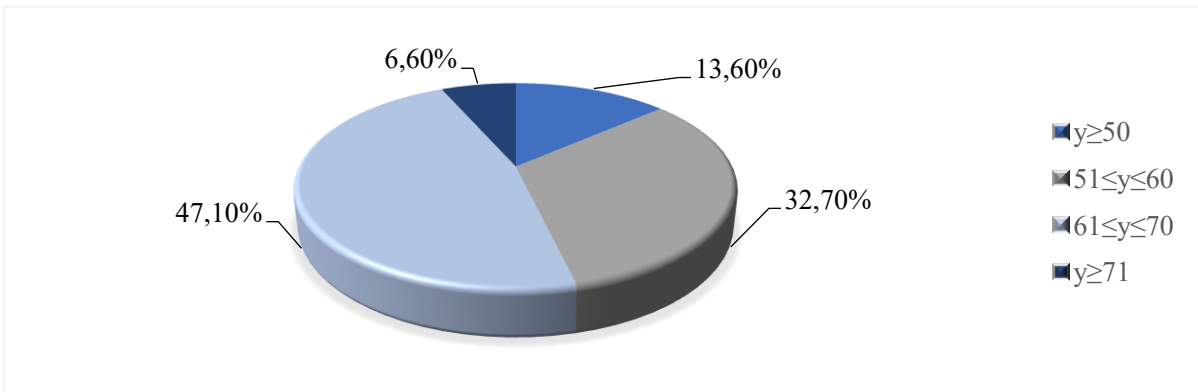


Grafico 9: Profilo anagrafico dei consiglieri nel 2013.

Gran parte dei direttori dei *Boards* olandesi hanno un'età (y) compresa tra i 61 e i 70 anni: decisamente troppo alta per gli standard europei.

Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report*.

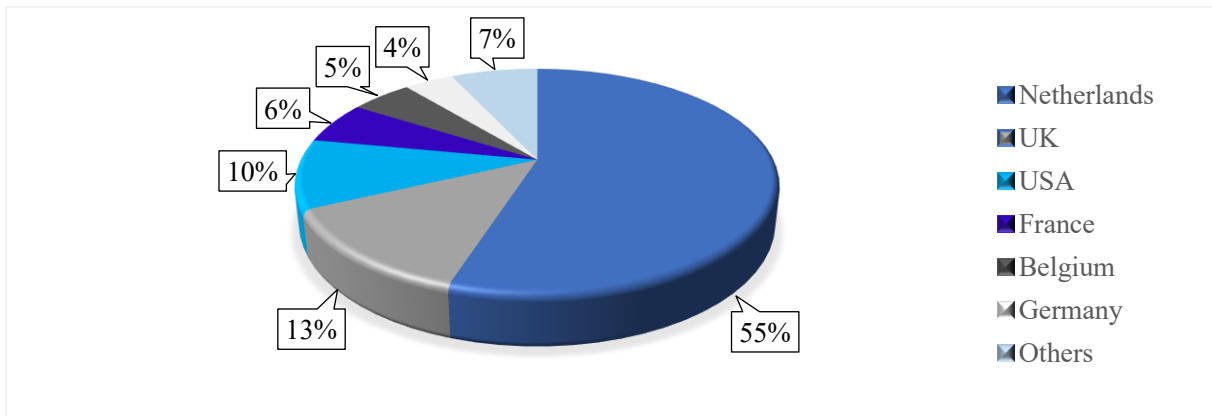


Grafico 10: Paese d'origine dei *board directors* delle più grandi società olandesi.

Dall'analisi di 25 multinazionali olandesi quotate presso l'AEX a Marzo 2006 è emersa un'alta diversità in termini di nazionalità nei loro *Boards*. Il livello di varietà è pressoché identico nei *Management Boards* e nei *Supervisory Boards*.

Fonte: VAN VEEN, K., e ELBERTSEN, J., 2008. *Governance Regimes and Nationality Diversity in Corporate Boards: A Comparative Study of Germany, the Netherlands and the United Kingdom*. *Corporate Governance: An International Review*. 16(5). Pp. 386-399. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1285252>> [Data di accesso: 16/05/2020].

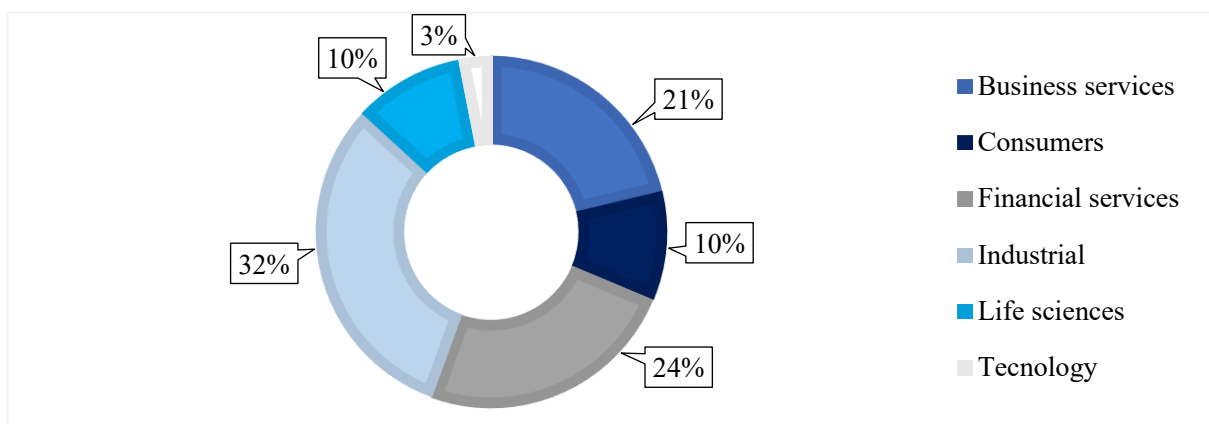


Grafico 11: Esperienza professionale complessiva per settore dei *board directors* olandesi (n. 29).

I principali percorsi di carriera dei consiglieri nei *Boards* nel 2018 sono negli ambiti dell'industria e dei servizi finanziari. Scarsamente presenti le conoscenze tecnologiche.

Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2019. *Board Monitor Europe 2019*. Disponibile su <https://www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/Board_Monitor_Europe_2019> [Data di accesso: 14/06/2020].

Con l'entrata in vigore del *Management and Supervision Act* nel 2013 ad ogni società NV e BV è stato richiesto di assicurare una diversità di genere all'interno dei consigli di gestione e di controllo. Le donne e gli uomini devono essere presenti con una percentuale minima del 30%, e quindi non superare rispettivamente il 70%. In Olanda le regole sulla diversità vengono applicate sulla base del principio *comply or explain*. Le società che decidono di non aderirvi non incorreranno in sanzioni, ma dovranno fornire una spiegazione soddisfacente.

La parità tra il numero di donne e di uomini presenti nei principali organi della gestione societaria è un argomento su cui l'Unione Europea si è concentrata molto nel corso dell'ultimo decennio.⁷² Stando ai dati del 2014, la rappresentanza femminile media nei *Boards* delle più grandi società quotate europee si aggirava intorno al 18,6%, in aumento rispetto agli anni precedenti.⁷³ Il Consiglio Europeo e il Parlamento Europeo stanno discutendo su una proposta di direttiva avente come obiettivo quello di migliorare il

⁷² Un *Board* caratterizzato da elevata diversità è in grado di realizzare performance aziendali migliori, soprattutto nelle società in cui la struttura di corporate governance è più debole. Se da un lato le differenti visioni possono apportare in società nuove idee ed opportunità, dall'altro possono far nascere problemi, a causa della divergenza tra le opinioni. La diversità di genere può influire sull'efficacia dell'attività del consiglio. La presenza di donne al suo interno garantisce maggiore partecipazione al processo decisionale e più attenzione alle azioni di monitoraggio. ADAMS, R.B., e FERREIRA, D. 2009. *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics. pp. 291-309. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>> [Data di accesso: 06/06/2020].

⁷³ GENNARI, F., 2015. *L'uguaglianza di genere negli organi di corporate governance*. Milano: FrancoAngeli.

bilanciamento di genere tra i *non-executive directors*. La proposta prevede che almeno il 40% dei direttori non esecutivi delle società quotate europee debbano essere donne. Gran parte dei paesi dell'Unione Europea, tra cui anche l'Olanda, sembrerebbero non essere a favore dell'introduzione di tale previsione.

In Olanda, nonostante la rappresentanza femminile nei consigli risulti superiore alla media europea, ancora molte imprese non hanno raggiunto il minimo legale del 30% (Grafico 12). Eumedion⁷⁴ ha rilevato nella sua valutazione annuale del 2019 relativa alle imprese olandesi quotate presso l'AEX e l'AME che 7 dei nuovi 16 direttori esecutivi erano donne. Circa i componenti dei consigli di sorveglianza, il 47% delle 45 nuove nomine erano donne, ma ancora il 98% dei Presidenti sono uomini.

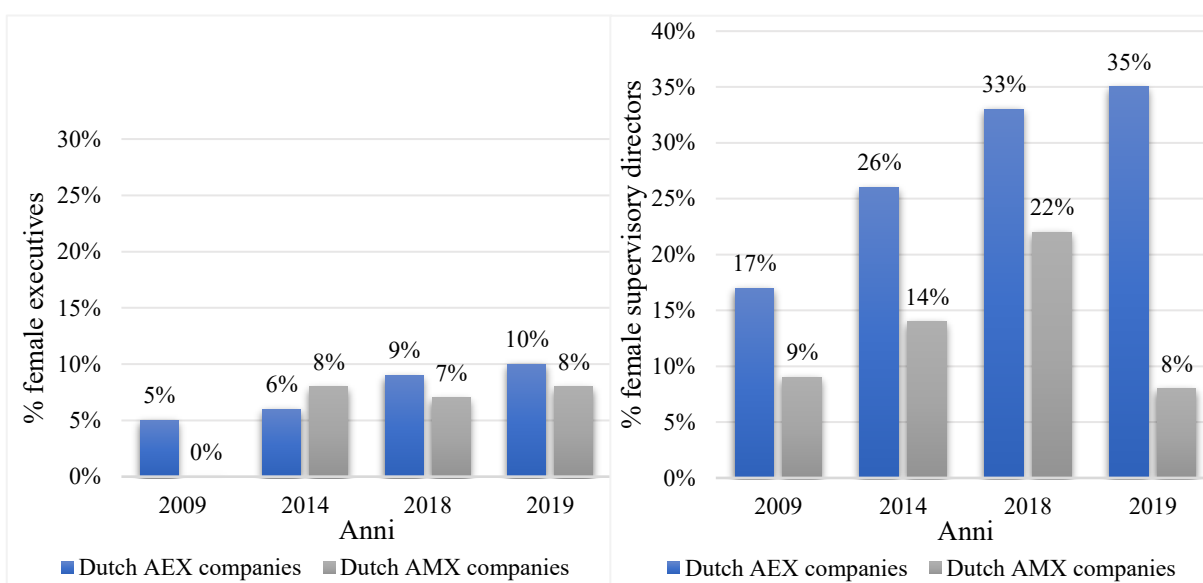


Grafico 12: Diversità di genere nei consigli delle società olandesi quotate sui principali indici (Amsterdam Exchange Index e Amsterdam Midkap Index) della Borsa di Amsterdam.

I grafici mostrano i dati al 1 Luglio di ogni anno.

La percentuale di rappresentanza femminile è incrementata nel corso del tempo, anche se in media non supera il 30% legale. La crescita lenta è dovuta principalmente al basso tasso di cambiamento dei componenti nei *Boards* olandesi. Nonostante il Codice di Corporate Governance stabilisca un limite temporale di quattro anni, rinnovabili per ulteriori quattro, accade spesso che il mandato venga prolungato anche oltre gli otto. La deviazione dalla previsione codicistica dovrebbe essere ammessa solo in presenza di un'adeguata spiegazione da parte della società.

Fonte: EUMEDIION, 2019. *Evaluation of the 2019 AGM season*. Disponibile su <<https://en.eumedion.nl/>> [Data di accesso: 07/06/2020].

⁷⁴ Fondazione non-profit che è incaricata della rappresentazione degli investitori istituzionali. Tra le sue finalità vi sono la promozione delle pratiche di buona governance e delle politiche di sostenibilità presso le società quotate olandesi.

1.3.6 L'indipendenza nei *Boards* e il ruolo del Presidente del consiglio di sorveglianza

A seguito degli scandali finanziari e dell'insistente richiesta di maggiore trasparenza, il concetto di indipendenza ha acquisito un'importanza sempre più forte nella legislazione olandese.

In primo luogo, la normativa societaria stabilisce che nessun componente del consiglio di sorveglianza o di gestione può influenzare una deliberazione o il processo decisionale se vi è coinvolto un suo interesse personale o professionale.⁷⁵ La posizione di conflitto di interessi potrebbe comportare il non conseguimento del migliore risultato per la società. Queste regole sono dirette a prevenire un eventuale comportamento opportunistico da parte dei membri dei *Boards*, i quali potrebbero trarre un vantaggio ingiustificato grazie al ruolo rivestito nell'organizzazione.

In secondo luogo, il Codice di Corporate Governance contiene un'approfondita descrizione dei requisiti d'indipendenza che sono richiesti ai membri del *Supervisory Board*. Il fine delle disposizioni è di proteggere l'indipendenza dell'intero consiglio, così che possa adeguatamente adempiere alle proprie funzioni e confrontarsi liberamente con gli altri organi societari. Il codice pertanto raccomanda che tutti i componenti tranne uno siano indipendenti⁷⁶. Il punto 2.1.7 però contiene altre due condizioni che ammettono la presenza di altri consiglieri non indipendenti:

- Il loro numero non deve superare la metà del numero totale di membri del consiglio di sorveglianza;
- Deve essere garantita la presenza di almeno un consigliere per ogni azionista o gruppo di azionisti che direttamente o indirettamente possiedono una quota di azioni superiore al 10% del capitale sociale.

L'ultimo punto sembrerebbe configurare la creazione di un rapporto di lungo termine tra azionisti e società. Tuttavia ciò potrebbe dare origine anche a conflitti interni a causa della diversità negli obiettivi dei soggetti coinvolti.

⁷⁵ Dutch Civil Code. Book 2. Articles 129, 140.

⁷⁶ I criteri per affermare l'indipendenza di un membro del consiglio di sorveglianza sono contenuti al punto 2.1.8 del *Corporate Governance Code*. Si tratta di requisiti sia di natura personale che professionale. In una società sottoposta allo *structure regime* i dipendenti di una società o di una sua collegata e i direttori o i lavoratori di una organizzazione di lavoratori non possono essere nominati nel *Supervisory Board*. Dutch Civil Code, Book 2. Article 160.

Da recenti ricerche è emerso che le imprese olandesi stanno riconoscendo all'indipendenza un peso rilevante nelle questioni di corporate governance. Nel *Monitoring Report* del 2016 del *Monitoring Committee* del Codice di Corporate Governance è stato rilevato che il 59% delle società analizzate presentava un consiglio di sorveglianza interamente composto da consiglieri indipendenti. Il restante 41% è risultato costituito per il 27% da società con un componente indipendente e per il restante 14% da imprese il cui numero di membri non indipendenti era superiore all'unità.

Per quanto riguarda la parte di consiglieri non esecutivi indipendenti all'interno dei consigli di gestione, l'Olanda insieme alla Finlandia ha registrato i livelli medi di indipendenza più alti d'Europa (Grafico 13). L'elevata preoccupazione riposta dalle società sul tema dell'indipendenza deriva principalmente dalla relazione positiva che essa intrattiene con la performance aziendale e la dimensione stessa dei *Boards*.

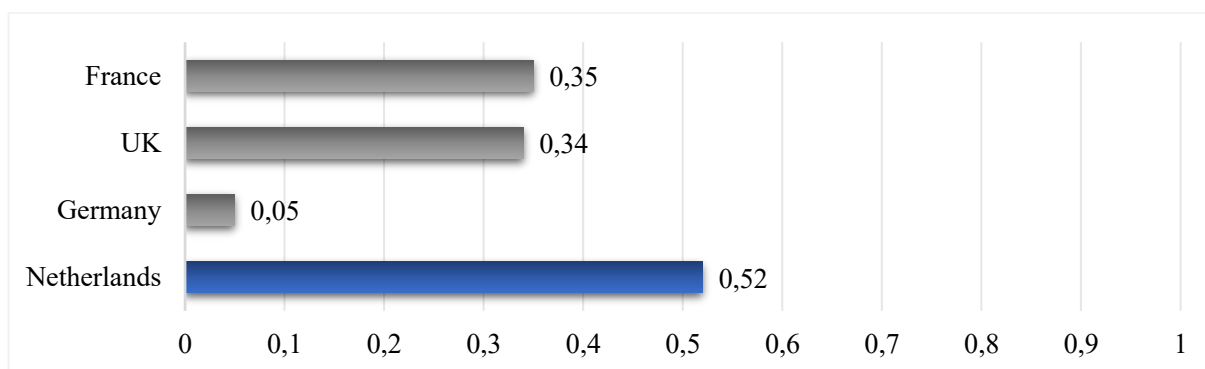


Grafico 13: Coefficiente medio di indipendenza dei *Boards* nei principali paesi dell'Europa nel 2010.

Il grafico mostra il grado di indipendenza dei Consigli di Amministrazione delle società quotate francesi (n. 247), olandesi (n. 90), tedesche (n. 183) e del Regno Unito (n. 1326). Il numero di componenti indipendenti dei *Boards* in Europa è aumentata negli anni dal 29% nel 2000 al 34% nel 2010. Nonostante il campione d'impresie sia più alto per gli altri paesi, l'Olanda si dimostra essere una delle nazioni con il livello medio di indipendenza più elevato. Per tale aspetto può essere accostata al modello anglosassone di corporate governance.

Fonte: FERREIRA, D., e KIRCHMAIER, T., 2013. *Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity*. Cambridge University Press. Pp.191-224. Disponibile su <<https://doi.org/10.1017/CBO9781139629126.004>> [Data di accesso: 12/06/2020].

Il consiglio di sorveglianza è presieduto da un Presidente che ne dirige i lavori. L'interpretazione del ruolo svolto dal Presidente del consiglio di sorveglianza in Olanda ha subito cambiamenti significativi nel corso degli anni. Ad oggi la figura presidenziale rappresenta il mezzo attraverso il quale mantenere un collegamento con i principali organi della gestione aziendale. In particolare ad egli spetta il compito di collaborare con i Presidenti

del *Management Board*, del *General Meeting* e delle istituzioni che rappresentano i lavoratori, al fine di prevenire i conflitti ed assicurare il bilanciamento tra i vari interessi.

Con il Codice di Corporate Governance del 2016 è stata introdotta l'indipendenza obbligatoria per il Presidente del consiglio di sorveglianza. La disposizione consiste nel divieto di elezione a tale carica per tutti i soggetti che abbiano già rivestito un ruolo all'interno del *Management Board* della medesima società.⁷⁷ Inoltre è richiesto che il Presidente rispetti i requisiti di indipendenza previsti per tutti i componenti del *Supervisory Board* contenuti nel punto 2.1.8 del codice. L'idea di fondo è quella di assicurare un'adeguata distanza tra l'organo addetto al controllo e le tematiche organizzative e di gestione della società. Naturalmente ciò non coinvolge i rapporti che il Presidente deve intrattenere con il consiglio di gestione e che sono essenziali per l'esecuzione delle funzioni del *Board*.

1.3.7 I comitati interni e l'*external auditor*

Il Codice di Corporate Governance olandese ha previsto la costituzione di tre comitati per tutte le società quotate i cui consigli di sorveglianza superino i 4 componenti: i comitati per le nomine (*Nomination Committee*), per la remunerazione (*Remuneration Committee*) e di revisione e controllo (*Audit Committee*). Per gli ultimi due comitati deve essere garantita l'indipendenza nello svolgimento delle loro funzioni. Non possono infatti essere presieduti dal Presidente del *Supervisory Board* e devono rimanere estranei alle pratiche esecutive. Il ruolo svolto da tutti i comitati è quello di supportare il consiglio di sorveglianza nel processo decisionale, anche se è possibile che quest'ultimo fornisca loro la delega su determinate materie.

Stando al rapporto di Heidrick & Struggles del 2019, la totalità delle 25 imprese quotate presso la Borsa AEX (oggetto di analisi) ha adottato tutti e tre i comitati. Il numero medio dei comitati in Olanda è 3,4 esattamente pari alla media europea, ma inferiore al dato della Germania e del Regno Unito.

Tra i compiti più importanti riservati all'*Audit Committee* vi sono: il monitoraggio dell'efficacia del sistema di *risk management*, il controllo dei documenti contabili e dell'intero processo di rendicontazione finanziaria e l'informazione sull'attività dell'*external auditor*. La previsione di un revisore esterno addetto alla revisione del bilancio annuale è contenuta all'interno dell'articolo 393 del secondo libro del Codice Civile Olandese. La sua nomina è affidata all'assemblea generale degli azionisti, ma in caso di fallimento vi possono provvedere il consiglio di sorveglianza o di gestione. L'organo deve mantenere

⁷⁷ DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE, 2016. Disposizione 2.1.9.

l'indipendenza per tutta la durata del suo mandato, che può essere di durata pari all'anno o anche indefinita.⁷⁸

1.3.8 Le politiche remunerative e il *Say on Pay* degli azionisti

La remunerazione dei componenti dei consigli rappresenta un argomento di delicata definizione all'interno delle organizzazioni societarie. La fissazione di un importo non adeguato potrebbe causare conseguenze negative sulla società.

In linea generale, il Codice di Corporate Governance olandese stabilisce che il compenso dei membri esecutivi del consiglio di gestione dovrebbe essere tale da assicurare che essi non siano portati a prediligere il conseguimento dei propri interessi personali piuttosto che quelli aziendali.

L'organo a cui spetta la definizione della politica remunerativa di ogni singolo membro del *Management Board* è il comitato per la remunerazione (*Remuneration Committee*), il quale una volta formulata una proposta la sottopone al giudizio del *Supervisory Board*. La proposta deve essere in linea con i termini retributivi generali fissati dai vertici societari, con gli obiettivi e la strategia per la creazione di valore a lungo termine, con l'andamento del prezzo di mercato delle azioni e con altri elementi stabiliti dalle *best practices*.

La retribuzione di un membro del consiglio di gestione è solitamente composta da due parti: una componente fissa e una componente variabile. Alcuni limiti legislativi vengono stabiliti circa l'ammontare della remunerazione fissa, ma si ritiene che esso debba essere appropriato con il ruolo e le responsabilità assunte dal consigliere, almeno nello svolgimento delle sue funzioni ordinarie. La parte variabile della remunerazione, invece, può essere acquisita dai consiglieri solamente al raggiungimento di risultati aziendali, determinati sulla base di parametri stabiliti a priori e orientati al lungo periodo. Naturalmente l'intero processo di definizione delle politiche deve tenere conto del livello di remunerazione dei dipendenti, della performance dell'impresa e del contesto di mercato.

Il parere finale sull'adozione della proposta del comitato spetta però all'assemblea generale degli azionisti.

La remunerazione del consiglio di sorveglianza viene invece determinata dal consiglio stesso, attraverso una proposta che sarà anch'essa rimessa all'approvazione del *General Meeting*. La proposta non potrà aver alcun collegamento con i risultati aziendali e non potrà consistere in

⁷⁸ VAN BEKKUM, J., et al., 2010. *Corporate Governance in the Netherlands*. International Congress on Comparative Law. Washington. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1507633>> [Data di accesso: 18/05/2020].

azioni.⁷⁹ Quest'aspetto, che ribadisce l'indipendenza del *Supervisory Board* rispetto alla gestione societaria, può creare incertezze nella stima del giusto compenso dei membri del consiglio di sorveglianza.

Il sistema remunerativo attuato nei diversi paesi dipende anche dalla struttura della proprietà delle società. Nelle organizzazioni in cui la proprietà è altamente frammentata, la remunerazione sarà per lo più composta dalla componente variabile (incentivi, *stock options*), con il fine ultimo di mantenere un collegamento tra *shareholders* e managers. In tali contesti, tipici del mondo anglosassone, il *Say on Pay* trova maggiore applicazione. Nell'Europa Continentale, dove invece si riscontra una compagine azionaria concentrata, l'influenza degli azionisti sulle politiche remunerative è nettamente più bassa.⁸⁰

Nel sistema olandese il *Say on Pay* degli azionisti è fondamentale nel processo di determinazione delle remunerazioni. In generale, i dati riportati da Eumedion all'interno del proprio report annuale relativo al 2019 confermano una tendenza dei *General Meeting* all'approvazione delle proposte effettuate dai consigli di sorveglianza. La probabilità di accettazione delle medesime aumenta se alla stesura finale della proposta è preceduta una fase di consultazione tra i due organi (Tabella 3).

Nel 2020 le assemblee degli azionisti delle società quotate olandesi saranno chiamate ad esprimere un giudizio sul report sulla remunerazione del 2019 e ad approvare nuove politiche di remunerazione.⁸¹

⁷⁹ Il *Dutch Corporate Governance Code* estende questa tipologia di trattamento a tutti i direttori non esecutivi.

⁸⁰ RANDALL, T.S., e VAN DER ELST, C., 2015. *Say on Pay Around the World*. Vanderbilt Law and Economics Research Paper 14-10. Washington University Law Review. No. 653. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=2401761>> [Data di accesso: 30/05/2020].

⁸¹ Con l'entrata in vigore della revisione della Direttiva Europea sui Diritti degli Azionisti (2017/828), volta ad migliorare la trasparenza interna e l'efficacia dell'azione di sorveglianza, molte società quotate olandesi saranno costrette a modificare le proprie politiche remunerative.

EUMEDION, 2019. *Evaluation of the 2019 AGM season*. Disponibile su <<https://en.eumedion.nl/>> [Data di accesso: 07/06/2020].

| | 2010 | 2011 | 2012 | All |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Average Approval rate | 96.58 | 86.42 | 87.97 | 91.46 |
| Remuneration Policy | 95.58 | 83.00 | 88.97 | 89.52 |
| Other pay issues | 97.25 | 89.41 | 86.71 | 92.88 |
| Total number items | 20 | 15 | 9 | 44 |

Tabella 3: Tassi di approvazione degli aspetti remunerativi dei *General Meeting* delle società quotate presso l'AEX negli anni 2010, 2011 e 2012.

Nel 2011 e nel 2012 i tassi di dissenso degli azionisti verso gli elementi delle politiche remunerative sono aumentati rispetto al 2010. Da sottolineare è il fatto che i dati relativi al 2010 potrebbero aver subito l'influenza dell'introduzione del Codice di Corporate Governance del 2008. Nel complesso, i tassi registrati nel triennio sono comunque elevati.

Fonte: RANDALL, T.S., e VAN DER ELST, C., 2015. *Say on Pay Around the World*. Vanderbilt Law and Economics Research Paper 14-10. Washington University Law Review. No. 653. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=2401761>> [Data di accesso: 30/05/2020].

1.3.9. Il *General Meeting* degli azionisti e la struttura proprietaria delle società olandesi

Per completare il sistema di *checks and balances* delle società olandesi, accanto ai due principali organi di vertice (il consiglio di gestione e il consiglio di sorveglianza) è necessaria la presenza del *General Meeting*. Rispetto agli altri *stakeholders*, gli *shareholders* sono maggiormente orientati al raggiungimento di obiettivi personali. La crucialità dell'assemblea degli azionisti si nota soprattutto dal punto di vista comunicazionale. La discussione sugli affari generali che avviene internamente consiste in un confronto con gli organi societari. Il dialogo costante, anche al di fuori della riunione annuale obbligatoriamente prevista, permette di formulare una strategia aziendale e politiche di gestione ampiamente condivise.

Tra le materie di competenza che formano parte dell'agenda dell'assemblea rientrano le decisioni sui cambiamenti significativi della società, sul bilancio d'esercizio (approvazione, quota di dividendi), sulle politiche remunerative e sulle nomine, la sospensione e la sostituzione dei componenti del *Management Board* e del *Supervisory Board*. La modifica della Direttiva Europea n. 828 del 2017 ha apportato nuove disposizioni sui diritti riconosciuti agli azionisti e sugli obblighi divulgativi delle società sia internamente che verso l'esterno. Per gli azionisti di maggioranza la legislazione olandese, però, non specifica alcun obbligo fiduciario nei confronti della minoranza.

Il miglioramento dei diritti e le riforme legislative hanno incentivato l'attivismo degli azionisti nelle assemblee. In particolare i fondi pensione, che detenevano un ruolo importante nelle compagini proprietarie delle società olandesi, erano la categoria di investitori che maggiormente avevano cercato di attivare *takeovers*. Si può affermare pertanto che il tasso di partecipazione generale degli *shareholders* è aumentato nel corso degli anni.⁸² Questo cambiamento allontana il modello di corporate governance olandese dallo *Stakeholder model* a favore dello *Shareholder model* dei paesi anglosassoni.

Un altro aspetto che conferma tale affermazione riguarda la composizione dell'azionariato nelle società olandesi. In Olanda, nel 1996, la percentuale media di capitale sociale nelle mani dell'azionista di maggioranza era del 26,94%, mentre quella dei tre più grandi investitori era del 40,64%. Tra essi figuravano principalmente banche, compagnie assicurative, singoli cittadini, imprese industriali e altre istituzioni finanziarie con una quota media del 7,44%, 10,44%, 10,80%, 2,14% e del 14,66% rispettivamente.⁸³

Recentemente le compagini azionarie olandesi hanno registrato un dato sulla concentrazione azionaria in linea con i dati storici (Grafico 14). Nel 2018, infatti, la quota di partecipazione media dei tre maggiori *shareholders* delle 133 imprese quotate olandesi era pari al 48,2% (percentuale molto simile a quella della Germania).⁸⁴ La concentrazione delle azioni nelle mani di pochi azionisti rende più probabile un maggiore attivismo nelle assemblee. Nonostante la presenza di un solido gruppo di azionisti di maggioranza, a fine 2017 l'Olanda è stata la nazione con la più alta partecipazione al capitale sociale da parte degli investitori istituzionali (pari al 46%) tra i paesi adottanti il modello renano o modelli ad esso riconducibili.⁸⁵

⁸² Da un'analisi effettuata nel periodo 1998-2002 sulle assemblee di 245 imprese olandesi la presenza degli azionisti era relativamente bassa e consisteva circa in un 30%. DE JONG, A., MERTENS, G., e ROOSENBOOM, P., 2006. *Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands*. Journal of Management and Governance. 10. 353-380. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10997-006-9006-1>> [Data di accesso: 10/06/2020].

⁸³ L'analisi riguarda un campione di 137 società olandesi quotate presso la Borsa di Amsterdam (escludendo i fondi d'investimento). DE JONG, A., et al., 1998. *Ownership and Control in the Netherlands*. Disponibile su <<https://ris.utwente.nl/ws/portalfiles/portal/5131920/Jong99ownership.pdf>> [Data di accesso: 12/06/2020].

⁸⁴ AMINADAV G., e PAPAIOANNOU, E., 2020. *Corporate Control around the World*. The Journal of Finance. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/jofi.12889>> [Data di accesso: 08/05/2020].

⁸⁵ DE LA CRUZ, A., MEDINA, A., e TANG, Y., 2019. *Owners of the World's Listed Companies*. OECD Capital Market Series.

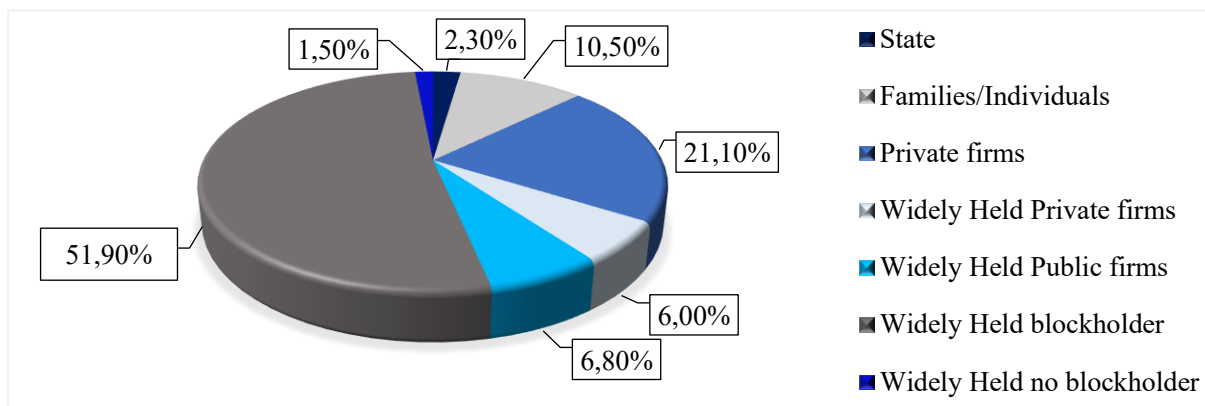


Grafico 14: Controllo societario per tipologia di investitore di alcune società quotate olandesi nel 2012.

Il 51,90% delle società detiene una proprietà caratterizzata dalla presenza di un azionista con una partecipazione almeno superiore al 5% del capitale. Molto rilevante nelle organizzazioni olandesi risulta essere il controllo da parte delle imprese private e delle famiglie.

Fonte: AMINADAV G., e PAPAIOANNOU, E., 2020. *Corporate Control around the World*. The Journal of Finance.

1.3.10 La codeterminazione dei lavoratori: i *Works Councils* e le organizzazioni sindacali

Come solitamente accade nelle società che adottano il modello renano, anche in Olanda ai lavoratori vengono affidati funzioni e diritti capaci di influenzare l'andamento della gestione. I principali strumenti che essi hanno a disposizione sono i comitati aziendali (*Works Councils*) e i sindacati (*Trade Unions*).

I comitati aziendali sono organi che nascono all'interno dell'azienda e che affiancano il consiglio di gestione e di sorveglianza e l'assemblea degli azionisti. La loro presenza è diventata obbligatoria nelle società olandesi con almeno 50 dipendenti, dopo l'entrata in vigore del *Works Councils Act (Wet op de Ondernemingsraden)*.⁸⁶ Data la soglia dimensionale da superare, le società olandesi tendono ad istituire il comitato nella holding principale a livello nazionale piuttosto che in quella a livello internazionale. Nella holding internazionale, infatti, sarebbe molto più difficile per i *Works Councils* esercitare i loro poteri.⁸⁷ Oltre a stabilirne i meccanismi di funzionamento e la composizione, l'atto legislativo

⁸⁶ SOCIAAL-ECONOMISCHE RAAD, 2019. *Works Councils Act*. Article 2.

⁸⁷ VAN BEKKUM, J., et al., 2010. *Corporate Governance in the Netherlands*. International Congress on Comparative Law. Washington. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1507633>> [Data di accesso: 18/05/2020].

definisce lo scopo che giustifica l'esistenza di tale organo: garantire la consultazione e la rappresentanza dei lavoratori.

L'articolo 6 del *Works Councils Act* (stando al testo aggiornato a Giugno 2019) stabilisce che il comitato deve riunirsi almeno due volte l'anno e il numero di componenti deve essere calcolato in proporzione ai dipendenti della società, fino comunque ad un massimo di 25 persone. I membri vengono nominati direttamente dai lavoratori in base alla propria categoria di appartenenza.

I sindacati invece operano a livello settoriale e puntano a concludere contratti collettivi di lavoro, così da assicurare protezione agli interessi generali dei lavoratori. Il loro ruolo è stato riconosciuto formalmente con il *Merger Code* del 2000 del SER (*Sociaal-Economische Raad*, l'organo governativo olandese che si occupa delle tematiche economiche e sociali).

Nel sistema di corporate governance olandese i *Works Councils* sono sicuramente il mezzo più efficace per porre in essere meccanismi di codeterminazione per i dipendenti. Ad essi è affidato un ruolo attivo nella nomina di un terzo dei componenti del consiglio di sorveglianza nelle società di grandi dimensioni. L'impossibilità di candidare direttamente lavoratori o persone coinvolte nei sindacati e nei comitati aziendali deriva da uno dei principi cardine del modello olandese: qualsiasi soggetto indipendente deve agire solamente nell'interesse societario. Coloro che sono motivati da scopi personali o in conflitto con quelli sociali non possono assumere la carica di consigliere nel *Supervisory Board* o di membro del consiglio di gestione non esecutivo.

Stando a ricerche recenti, solo il 51% circa dei comitati aziendali ha esercitato il proprio diritto di nomina (il 28% una volta, il 12% due volte e l'11% tre volte).⁸⁸

A partire dal 2010 è possibile per i comitati delle NV olandesi sottoporre le proprie argomentazioni su determinate materie all'assemblea degli azionisti ed esporre opinioni sulle decisioni del consiglio di gestione e sulle politiche remunerative. Nonostante le diverse iniziative, il potere riconosciuto a queste istituzioni a rappresentanza dei lavoratori è ancora scarso. Un loro più decisivo coinvolgimento nel processo decisionale o nel percorso di pianificazione strategica potrebbe apportare benefici alla società. Il loro posizionamento nella struttura organizzativa favorisce infatti il confronto tra organi e soggetti aziendali e lo sviluppo di nuove iniziative.

⁸⁸ FULTON, L., 2015. *Worker representation in Europe*. Labour Research Department and ETUI. Disponibile su <<http://www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations>>.

CAPITOLO II

I MECCANISMI DI CORPORATE GOVERNANCE DI HEINEKEN N.V. E UNILEVER

I tratti tipici del modello di corporate governance olandese delineati nel precedente capitolo non accomunano tutte le organizzazioni societarie dell'Olanda. Esistono divergenze nelle scelte delle società che sono dettate da motivazioni ed esigenze di varia natura (di carattere finanziario, economico e culturale). Per tali ragioni e per il fatto che molto spesso le imprese operano in settori differenti risulta complicato definire quali meccanismi di gestione siano in grado di produrre i migliori risultati in termini di performance economica. Pertanto, la chiave per comprendere se il sistema di corporate governance adottato dalle società è efficace ed efficiente è quello di analizzare in quale modo esso incide nella capacità dell'impresa di adattarsi al contesto esterno e di competere nel mercato di riferimento.

La caratteristica più evidente dal punto di vista strutturale che diversifica le società olandesi è legata all'adozione alternativa del sistema *one tier* e *two tier*. Un numero elevato di imprese quotate presso la Borsa di Amsterdam, tra cui Heineken N.V., Tom Tom International B.V., Koninklijke Philips N.V., ha preferito il modello dualistico. Tra le società che invece hanno optato per quello monistico figura la multinazionale Unilever.

2.1. Heineken: un percorso storico di successo

La storia di Heineken iniziò nel 1873 quando il giovane imprenditore Gerard Adriaan Heineken decise di acquistare il birrificio Haystack di Amsterdam, con il fine di sviluppare la propria passione per la produzione di birra. Il nome fu modificato in Heineken & Co e successivamente in Heineken's Bierbrouwerij Maatschappij NV. Perseguendo una strategia di crescita e per far fronte all'incremento della domanda del suo prodotto, Gerard Heineken decise di acquistare il birrificio di Rotterdam. Con il perfezionamento costante della ricetta tradizionale, la birra Heineken conquistò in breve tempo la definizione di prima birra chiara olandese di qualità.

Dopo la fine del proibizionismo americano (avvenuta nel 1933) e a partire dal 1968, la società intraprese un periodo di forte sviluppo economico. Ciò venne realizzato dapprima con la fusione con la diretta *competitor* Amstel e poi con la nomina a Presidente nel 1971 di Alfred Henry "Freddy" Heineken. Quest'ultimo rappresenta una figura fondamentale nella storia del

gruppo perché grazie ad acquisizioni ed altre operazioni strategiche di successo portò Heineken ad affermarsi tra le società *leader* a livello mondiale nel suo settore.⁸⁹

Dalla morte di Gerard Heineken e durante i 140 anni successivi a tale evento, la società è sempre rimasta sotto il controllo della famiglia Heineken, assicurando così stabilità e continuità all'attività aziendale. Nonostante la presenza di numerosi stabilimenti nel mondo, Heineken si descrive ancora come una micro azienda produttrice di birra.

Per creare valore nel lungo periodo, Heineken fonda la propria strategia su cinque punti principali:

- *Deliver top line growth.* Il gruppo imposta un percorso di crescita per ogni *brand* al fine di diventare altamente competitivo o *leader* in tutti i mercati in cui opera;
- *Drive end2end performance.* Per lavorare efficacemente su vasta scala è necessario comprendere la mentalità dei consumatori e i cambiamenti delle loro esigenze. Ciò permetterà di velocizzare i processi produttivi e risparmiare sui costi⁹⁰;
- *Brew a Better World.* La tematica della sostenibilità ambientale, che rientra tra le priorità dell'*Executive Team*, si articola in diverse iniziative a partire dall'utilizzo efficiente dell'acqua. La riduzione di emissioni di anidride carbonica e l'efficientamento energetico hanno prodotto risultati interessanti grazie allo sfruttamento delle ampie aree in cui sono stati installati pannelli fotovoltaici. Il contributo di ogni passaggio della filiera produttiva è fondamentale per raggiungere gli obiettivi della strategia di sviluppo sostenibile, che sarà nuovamente pianificata per il nuovo decennio;
- *Engage and develop our people.* Il successo di un'attività è strettamente dipendente dalle persone che vi partecipano e dalla cultura aziendale. Per questo motivo Heineken punta ad arricchire il proprio organico con personale talentuoso, preparato, dotato di uno spiccato senso critico, ambizioso ed orientato al benessere societario. La diversità culturale viene vista come un valore aggiunto per il *brand*.
- *Connect in a digital world.* In un mondo sempre più digitalizzato, le tecnologie rappresentano il mezzo ideale per raggiungere i propri *stakeholders*.

⁸⁹ Oltre ad importanti investimenti in nuovi stabilimenti, tra le operazioni da segnalare del diciannovesimo secolo vi sono le acquisizioni di Dreher, del marchio Birra Moretti e del ramo birreria del gruppo FEMSA nel 2010.

⁹⁰ Per ottimizzare la catena di fornitura, gli stabilimenti produttivi di Heineken sono interconnessi. Essi sono in grado di gestire ed analizzare dati e informazioni in tempo reale, rendendo possibile interventi nelle aree che indeboliscono la performance aziendale. Nel 2019 la struttura è stata fortificata con lo sviluppo delle abilità informatiche e delle conoscenze in ambito tecnologico con il fine di individuare nuove opportunità di crescita.

La continua ricerca di varietà nei gusti da parte dei clienti e la volontà di conquistare altre tipologie di consumatori ha spinto Heineken a diversificare la propria gamma di prodotti. Attualmente il gruppo conta nel proprio portafoglio più di 300 *brands*, accanto al marchio globale Heineken, che sono disponibili in oltre 190 paesi nel mondo.⁹¹ Attraverso la sua presenza capillare nei mercati di riferimento, la società è la prima azienda produttrice di birra *premium* a livello europeo. Riconosciuto come uno dei migliori marchi internazionali di birra, oggi Heineken riesce a superare la concorrenza di grandi società come Carlsberg, Guinness e Tuborg.

I risultati economici relativi al 2019 hanno evidenziato dati positivi e in aumento rispetto all'anno precedente in ogni area di operatività (Europa, Asia, Americhe e Africa). Il fatturato consolidato di 28.521 milioni di euro (+ 6,4%) e un utile di 2.374 milioni di euro confermano la continua crescita aziendale. L'ottima performance del 2019 è stata realizzata principalmente grazie alla strategia vincente di espandersi in nuovi segmenti di mercato (bevande a basso o nullo tasso alcolico e i *brands* di sidro) e all'instaurazione di *partnerships* commerciali con società collocate nei paesi in via di sviluppo (Brasile e Cina fra tutti). Il Grafico 15 contiene alcuni dati sull'andamento economico del gruppo Heineken, che dimostrano che il reddito operativo del 2019 è complessivamente aumentato rispetto all'anno precedente. Il contributo delle attività rientranti nella gestione caratteristica sui risultati aziendali è evidenziato dall'aumento del 14,6% del valore dell'EBITDA, che nel 2019 ammontava a 5.756 milioni di euro. Questo dato, assieme al quasi invariato flusso di cassa generato dalle attività operative, consente di affermare l'elevata redditività del *core business* di Heineken N.V.. Ciò ha permesso di ottenere a fine anno un *free cash flow* positivo, nonostante l'incidenza maggiore delle attività d'investimento⁹² e di finanziamento. Sull'aspetto finanziario della gestione è opportuno sottolineare l'incremento dell'importo del dividendo corrisposto agli azionisti, che a livello di singola azione è passato da 1,1 nel 2014 a 1,68 nel 2019.

Il valore del capitale sociale di Heineken N.V. è di 2.500 milioni di euro ed è composto da 1.562.500.000 azioni. La società appare solida dal punto di vista patrimoniale, dato

⁹¹ I marchi possono essere divisi in *brands* rinomati a livello internazionale (Birra Moretti, Amstel, Desperados, Sol, Dreher e Tiger) e *brands* regionali e locali (Gösser, Sagres, Windhoek, Maltina, Dos Equis e Kingfisher). Vi sono anche bevande a basso o nullo tasso alcolico, in cui figurano marchi come Radler, Heineken 0.0 e Zywttec, e di sidro (tra i più importanti vi sono Strongbow, Orchard Thieves, Bulmers, Old Mout e Blind Pig).

⁹² Heineken detiene partecipazioni in numerose joint ventures e imprese consociate. Il loro valore contabile nel 2019 era pari a € 4.868 milioni, in contrapposizione a quello di € 2.021 milioni raggiunto nel 2018.

l'equilibrato rapporto tra fonti di finanziamento interne ed esterne. Nonostante al termine dell'esercizio 2019 sia stato registrato un incremento sia delle passività a breve che a lungo termine, l'entità della posizione debitoria è rimasta ampiamente sostenibile. L'indice di sostenibilità del debito (calcolato attraverso il rapporto tra il debito netto di Heineken e il valore dell'EBITDA) ha superato per 0,1 il target di lungo termine pari a 2,5 stabilito dal gruppo. Inoltre lo sfruttamento della leva finanziaria ha un effetto favorevole sulla performance societaria (Grafico 16).⁹³

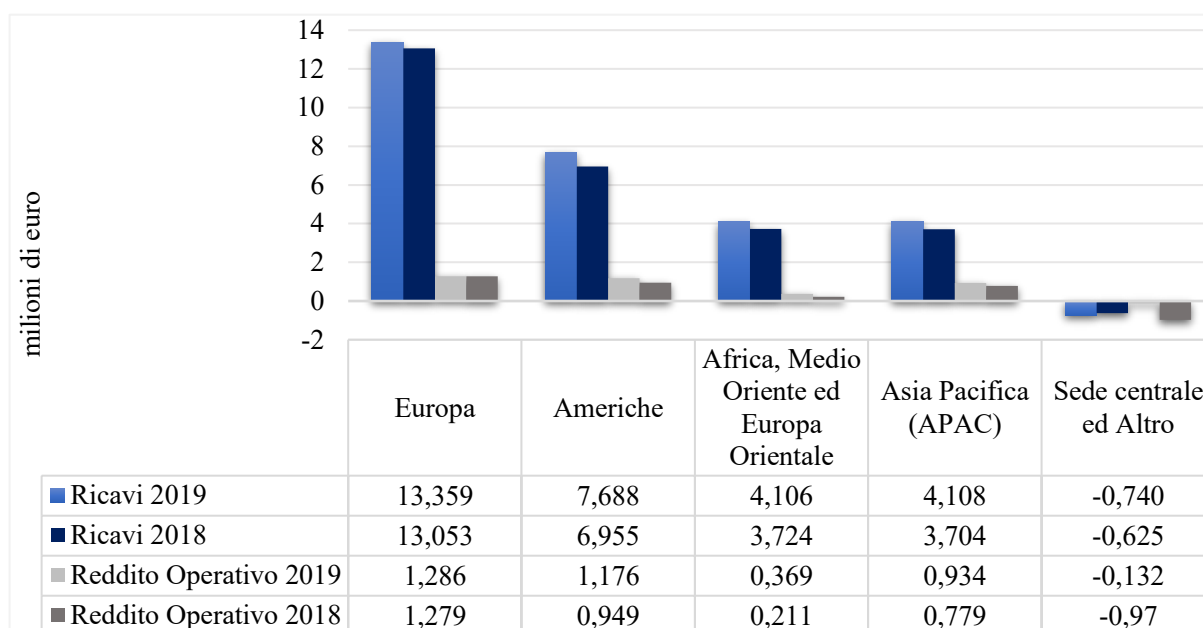


Grafico 15: Confronto nel biennio 2019-2018 dell'andamento del fatturato e del reddito operativo (in milioni di euro) suddivisi per aree geografiche.

La gran parte dei flussi operativi derivano dagli stabilimenti europei, a cui seguono quelli americani. In tutti i mercati di riferimento, i ricavi e il reddito operativo sono migliori nel 2019 rispetto al 2018.

Fonte: HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

⁹³ HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*. Disponibile su <https://www.theheinekencompany.com/investors/results-reports-webcasts-and-presentations> [Data di accesso: 01/08/2020].

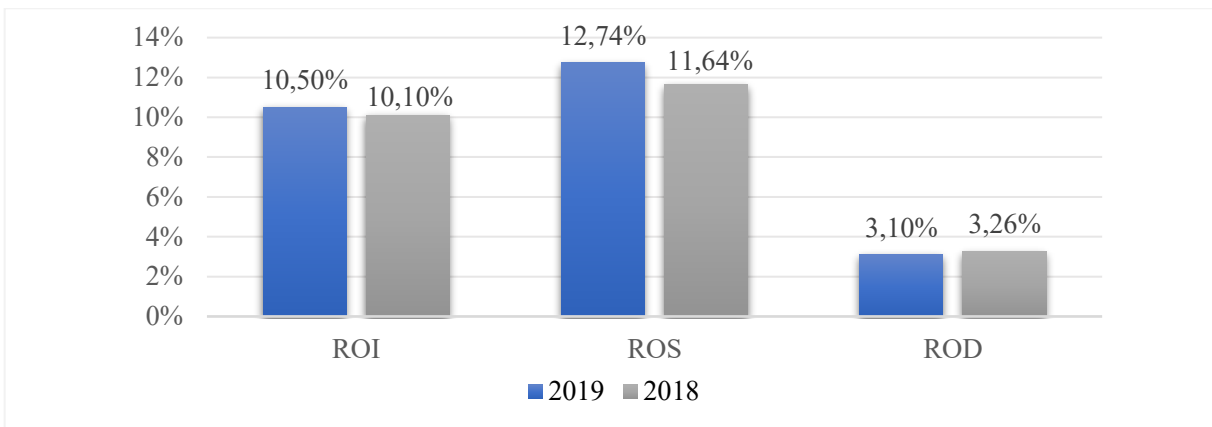


Grafico 16: Indicatori sintetici (ROI, ROS e ROD) di Heineken N.V. a confronto negli anni 2018-2019.

L'aumento dei tre principali indicatori dell'andamento economico, anche se moderato, dimostra l'ottima redditività delle attività aziendali. Comparando la redditività degli investimenti con l'onerosità del capitale di debito (calcolato attraverso il rapporto percentuale tra gli oneri finanziari e i debiti finanziari) si constata un notevole divario tra i due dati. Da ciò si evince che il gruppo è in grado di sfruttare a proprio favore l'indebitamento finanziario, incrementando la redditività del proprio patrimonio netto.

Il ROI rappresenta il quoziente tra l'EBIT aziendale e il Capitale Investito Netto, quest'ultimo calcolato dopo aver riclassificato lo stato patrimoniale di Heineken N.V. secondo un criterio funzionale.

Fonte: HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

2.1.1. Il codice di condotta aziendale

Ogni grande società per operare efficacemente a livello internazionale e su diversi livelli deve possedere un codice di condotta aziendale. Attraverso le linee guida, Heineken N.V. mira a diffondere uno stile comportamentale corretto ed uniforme all'interno della propria organizzazione. Ogni singolo dipendente e ciascun *team* di lavoro deve rispettare con integrità le politiche, le leggi e i valori aziendali.

La strategia di creazione di valore di lungo periodo del gruppo si fonda su tre valori fondamentali. La passione per la qualità innanzitutto costituisce la base del *business model* del gruppo. Ogni iniziativa è mossa allo scopo di soddisfare le innovative esigenze dei consumatori, attirare nuova clientela e curare l'attenzione degli *stakeholders*. Questo modo d'agire consente di trasmettere alle persone la passione e la gioia insita nel *brand*, nei suoi prodotti e nelle campagne promozionali. Inoltre la società si impegna nel promuovere il rispetto dei diritti umani e del pianeta. Con un approccio incline all'accoglienza delle differenze e dei tratti caratteristici della diverse comunità di persone, Heineken ha rafforzato la propria cultura organizzativa e il progetto imprenditoriale. La diversità infatti ha contribuito

e contribuisce alla creazione di nuove idee ed iniziative. Per questi aspetti la società ha deciso di attenersi alle disposizioni previste dal Codice di Corporate Governance olandese.

Il codice di condotta di Heineken è suddiviso in quattro principali argomenti.⁹⁴ Dopo aver sottolineato, nel primo capitolo, l'importanza di consumare i prodotti alcolici in modo responsabile, la società ribadisce il proprio impegno verso le tematiche sociali ed ambientali. Nella terza parte vengono invece illustrati i comportamenti da assumere e le modalità con le quali deve essere gestita la società. Tra le azioni promosse rientrano quelle dirette a ridurre la corruzione e il riciclaggio di denaro, a promuovere le donazioni, la concorrenza leale e la creazione di ottime relazioni con i *partner* commerciali. Nella *policy* aziendale relativa ai conflitti d'interesse viene affermata la responsabilità di ogni dipendente ad agire per il bene della società. Nell'assumere decisioni societarie non devono essere presi in considerazione obiettivi di carattere strettamente personale. Nella parte finale del codice di condotta vengono inseriti una serie di principi con lo scopo di tutelare il gruppo, i suoi *assets* e le sue risorse.

2.1.2. La scelta del *two-tier system*

Heineken N.V. è una società pubblica (*Naamloze Vennootschap – N.V.*) assoggettata al diritto olandese, le cui azioni sono quotate presso la Borsa Euronext di Amsterdam.⁹⁵ Il gruppo Heineken come modello di corporate governance ha adottato il sistema dualistico.

Aderendo al Codice di Corporate Governance olandese del 2016, il *Supervisory Board* e il *Management Board* devono assicurarsi che i principi a cui la società ha deciso di conformarsi vengano rispettati. Essi dovranno rendere conto del proprio operato all'altro organo essenziale della struttura societaria: il *General Meeting* degli azionisti. Quest'organo è responsabile per le decisioni sui cambiamenti strutturali significativi e per le modifiche alle scelte *comply or explain* con riferimento ai principi del *Dutch Corporate Governance Code*.

L'*Executive Board* di Heineken ha l'obbligo di occuparsi della gestione societaria orientandola al raggiungimento degli obiettivi operativi e finanziari fissati nella strategia

⁹⁴ Per alcuni argomenti o punti determinanti del codice di condotta, la società ha pubblicato una specifica *policy* aziendale contenente i principi fondamentali che devono essere seguiti dal suo personale. HEINEKEN N.V., 2020. *Code of Conduct*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/our-company/how-we-run-our-business/code-conduct>> [Data di accesso: 01/08/2020].

⁹⁵ Heineken Holding N.V., anch'essa quotata presso la Borsa di Amsterdam, possiede il 50,005% delle azioni di Heineken N.V.. Quest'ultima non è una società rientrante nella definizione di società *structuurvennootschap* (società di grandi dimensioni) definita nella sezione 2:152-164 del Codice civile olandese. HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/results-reports-webcasts-and-presentations>> [Data di accesso: 01/08/2020].

aziendale. Ogni scelta deve essere ponderata tenendo conto degli interessi degli *stakeholders*, del livello di rischiosità e delle responsabilità sociali. I suoi membri sono nominati dall'assemblea degli azionisti basandosi sulle designazioni non vincolanti effettuate dal consiglio di sorveglianza.⁹⁶ Quest'ultimo ha il compito di nominare il Presidente (CEO) dell'organo esecutivo tra i suoi componenti.

Per riuscire ad assicurare un'ottima gestione interna, nonostante la presenza in diversi paesi del mondo (Africa, Medio Oriente e Europa dell'Est, Americhe, Asia Pacifica ed Europa), il gruppo Heineken ha optato per una strutturazione maggiormente decentrata. Ogni area geografica di operatività sarà guidata da un Presidente. Tutti i Presidenti insieme ai *Chief Officers* delle principali funzioni aziendali (Commerciale, Affari societari, Risorse Umane e *Supply Chain*) e i componenti del *Executive Board* formano l'*Executive Team*. La scelta di collaborare con un *Executive Team* può essere ritenuta fondamentale per trasmettere le priorità e le strategie societarie in tutta l'organizzazione. In Heineken, l'*Executive Team* deve mantenere una proficua relazione con gli organi incaricati della supervisione delle sue attività, ovvero l'*Executive Board* e il *Supervisory Board*. Per confermare tale intento, l'*Executive Team* organizza periodicamente confronti e presentazioni durante l'anno con il consiglio di sorveglianza, per affrontare temi legati alla strategia, ai rischi del *business* e alla catena del valore del gruppo.

Il *Supervisory Board* rispetta diverse delle disposizioni del Codice di Corporate Governance quali, ad esempio, la richiesta di diversità all'interno degli organi aziendali, i meccanismi generali di funzionamento e la possibilità di utilizzare strumenti di delega all'interno del consiglio. Il consiglio di sorveglianza svolge i compiti di supervisione e monitoraggio delle dinamiche delle società del gruppo ed assiste l'*Executive Board* nell'adempimento dei suoi obblighi. Ogni attività dell'organo di controllo, oltre ad ispirarsi alla strategia della società per la creazione di valore a lungo termine, deve essere realizzata tenendo in considerazione gli interessi dei numerosi soggetti coinvolti nel mondo Heineken. L'indipendenza del Presidente del consiglio di sorveglianza, nominato dai suoi membri, è assicurata. Il *Chairman* è assistito nello svolgimento dei propri compiti dal segretario aziendale, che deve costantemente monitorare che l'organo rispetti lo statuto e l'atto costitutivo.

⁹⁶ Il *General Meeting* ha il potere di rimuovere dall'incarico i membri del *Management Board* e del *Supervisory Board*, in forza di una maggioranza di voti a favore. Tale maggioranza deve rappresentare almeno un terzo del capitale emesso. HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

2.1.3. Le caratteristiche degli organi societari

L'*Executive Board* di Heineken N.V. è formato da solo due componenti: il *Chief Financial Officer* (ruolo ricoperto da Laurence L.M. Debroux) e il *Chief Executive Officer*. Quest'ultima posizione è stata occupata dal 2001 fino a giugno 2020 da Jean-François (J.F.M.L.) van Boxmeer, che era anche il Presidente dell'organo esecutivo. Durante il *General Meeting* di aprile 2020 è stato nominato come nuovo CEO e Presidente del consiglio di gestione Dolf van den Brink⁹⁷, per i successivi quattro anni a partire dalla data di scadenza del mandato del suo predecessore.⁹⁸

L'incarico di Laurence Debroux, inizialmente eletta nel 2015 grazie alle sue precedenti esperienze all'interno del consiglio di sorveglianza o come direttore non esecutivo in grandi società olandesi (Exor Holding N.V.), è stato rinnovato nel 2019 per ulteriori quattro anni.

L'*Executive Team* è composto da un numero più elevato di membri. Oltre al CEO e al CFO, vi sono i Presidenti regionali che rispondono delle questioni riguardanti le società dell'area geografica di propria competenza: Marc Busain per il continente americano, Soren Hagh per l'Europa, Roland Pirmez per l'Africa, il Medio Oriente e l'Europa orientale e Jacco van der Linden per i paesi dell'Asia Pacifica.

Jan Derck van Karnebeek, Stacey Tank, Chris Van Steenberghe, Magne Setnes e Ronald den Elzen prendono anch'essi parte al comitato esecutivo in quanto sono rispettivamente i responsabili degli uffici Commerciale, Affari societari, Risorse umane, *Supply Chain* e Digital and Technology. A completare l'organico di persone dotate di potere esecutivo vi sono i direttori esecutivi che operano a livello globale: Ernst van de Weert, per gli affari legali, e Frans Eusman per la funzione di *audit*.

Il consiglio di sorveglianza di Heineken, incaricato della gestione degli affari generali del gruppo e del controllo delle attività del *Management Board*, è composto da 10 membri.⁹⁹ Internamente la società ha fissato con un'apposita *policy* (*Regulations of the Supervisory Board*) una serie di regole per regolare la composizione e il funzionamento dell'organo. Tra le priorità del consiglio rientra l'elezione interna, da parte dei suoi componenti, del Presidente, che attualmente è Jean-Marc (J.M.) Huët.

Uno dei principi cardine su cui si fonda la politica aziendale è l'indipendenza. La scelta dei componenti del *Supervisory Board* deve ricadere su persone che sono in grado di agire in

⁹⁷ Precedentemente alla nomina van den Brink era il Presidente della regione Asia Pacific.

⁹⁸ Van Boxmeer grazie alla sua esperienza quasi ventennale nell'organo esecutivo, assisterà il nuovo componente per assicurare un passaggio di incarichi efficace ed agevole.

⁹⁹ Le regole definite dal Gruppo stabiliscono che il numero di componenti del consiglio di sorveglianza può raggiungere le 12 unità, ma solo in periodi di transizione.

modo critico ed indipendente rispetto agli altri membri, alle pressioni del consiglio di gestione e a ogni altro tipo di influenza. Si trova però una deviazione rispetto alla disposizione 2.1.8¹⁰⁰ del Codice di Corporate Governance olandese, riguardante i requisiti di indipendenza dei componenti del *Supervisory Board*, quando le linee guida interne affermano la necessità di mantenere una giusta e adeguata rappresentanza della famiglia Heineken nel consiglio. Quest'ultime ammettono la presenza di persone che hanno un legame di sangue o un grado di parentela diretto nella discendenza con il precedente Presidente dell'*Executive Board* A.H. Heineken, o che sono già membri del Consiglio di Amministrazione della Heineken Holding N.V. o che non possiedono qualsiasi altro requisito fissato dalla citata disposizione codicistica. La scelta di mantenere legami familiari o di fiducia all'interno dell'organo di controllo è finalizzata alla preservazione dei valori fondamentali del gruppo, a dare continuità alla strategia per la creazione di valore e ad agire per il bene della società e dei suoi *stakeholders*. Una problematica che potrebbe derivare da tale struttura riguarda la possibilità di incorrere in situazioni di stallo, collegate all'esistenza di conflitti di interesse. Talvolta la presenza familiare all'interno sia del gruppo proprietario sia degli organi di gestione potrebbe portare al perseguimento di interessi di natura personale.¹⁰¹

Attualmente i membri indipendenti del consiglio di sorveglianza sono sei, tra i quali il Presidente (J.M. Huët, Christophe Navarre, P. Mars Wright, Marion Helmes, Rosemary Ripley e Helen Arnold). Gli altri quattro membri che non rispettano i requisiti fissati dalla *best practice* 2.1.8 sono Michel de Carvalho (che fa parte del consiglio di gestione della *holding* del gruppo ed è anche il coniuge della figlia di A.H. Heineken), Maarten Das (in carica come Presidente del CdA di Heineken Holding N.V.), Fernández Carbajal¹⁰² e Astaburuaga Sanjinés (che è rappresentante della società FEMSA).

¹⁰⁰ L'articolo 2.1.8 del *Dutch Corporate Governance Code* del 2016 stabilisce, tra i diversi punti, che "Un membro del consiglio di sorveglianza non è indipendente se lui o il suo coniuge, partner registrato o compagno di vita, figlio adottivo o parente per sangue o matrimonio fino al secondo grado:

- i. è stato un dipendente o un membro del *Management Board* della società (...) nei cinque anni precedenti alla nomina;
(...)
- vii. è un membro del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza - o è un rappresentante in qualche altro modo - di una persona giuridica che detiene almeno il dieci per cento delle azioni della società, a meno che l'entità non sia una società del gruppo".

¹⁰¹ Inoltre la nomina dei componenti degli organi di gestione e di sorveglianza potrebbe non essere basata sulle conoscenze e sulle capacità delle persone, quanto piuttosto su elementi personali e familiari. Gli effetti di tali scelte potrebbero ricadere sulla performance aziendale.

¹⁰² Carbajal, oltre ad essere un direttore non esecutivo della Heineken Holding N.V., esercita il potere di rappresentanza per conto di FEMSA, uno dei principali azionisti del gruppo.

Il collegamento esistente tra questi soggetti e le società Heineken Holding N.V e FEMSA, che sono i principali azionisti del gruppo, fa sì che nemmeno la disposizione 2.1.7 del codice di autodisciplina venga completamente rispettata. Difatti anche se da un lato un numero superiore alla metà del totale dei membri del consiglio di sorveglianza è indipendente, dall'altro vi è una rappresentanza eccessiva per gli azionisti che direttamente o indirettamente partecipano al capitale sociale con una quota superiore al 10%. Di conseguenza Heineken N.V. non si è neppure conformata al punto 2.1.10¹⁰³ del Codice di Corporate Governance olandese.

Nonostante la società oggetto di studio confermi che tutti i componenti operano di fatto in modo indipendente, la forza dei legami personali e familiari potrebbe mettere in dubbio tale affermazione.

Nel corso del 2019 il consiglio di gestione e il consiglio di supervisione si sono confrontati 6 volte. I temi dell'agenda hanno riguardato gli aspetti strategici, culturali, finanziari ed economici del gruppo. Per quanto concerne le riunioni del solo *Supervisory Board*, durante il 2019 i suoi componenti hanno registrato un tasso di partecipazione pari al 97%, ritenuto sufficiente dal consiglio. Se nella statistica si fossero prese in considerazione anche le riunioni con i vari comitati il tasso di partecipazione sarebbe stato leggermente più basso (95%).

In più all'interno della società si tengono regolarmente delle riunioni esecutive (*Executive Sessions*), anche senza la presenza del consiglio di gestione, che hanno l'obiettivo di valutare l'operato del *Supervisory Board*, dei suoi meccanismi di funzionamento e della sua performance. Ciò avviene attraverso consultazioni dirette con i singoli membri del consiglio di sorveglianza o con il suo Presidente al fine di avere accesso ad informazioni riguardanti la composizione dell'organo (livello di esperienza, diversità di competenze, sviluppo della *leadership*) e al materiale delle loro riunioni.

Relativamente alla composizione degli *Executive Boards*, anche in Heineken si conferma la tendenza olandese verso la compressione della loro dimensione. La gestione societaria viene infatti realizzata attraverso il dualismo *Chief Executive Officer – Chief Financial Officer*. In compenso il comitato esecutivo, che ha assunto un ruolo sempre più importante negli affari societari, conta undici membri.

¹⁰³ Su base volontaria, le società possono descrivere come i requisiti delle disposizioni 2.1.7 e 2.1.8 sono stati soddisfatti. Naturalmente una società che devia da tali principi non può fornire alcuna spiegazione. KLEIPOOL, R., VAN OLFFEN, M., e ROELVINK, B., 2018. *Corporate Governance in the Netherlands: A practical guide to the new Corporate Governance Code*. The Hague: Eleven International Publishing.

Con i suoi dieci componenti, invece, il consiglio di sorveglianza risulta avere una dimensione abbastanza ampia, ma adeguata vista la grandezza del gruppo. La sua composizione si può definire piuttosto stabile nel tempo, dato che alcuni mandati hanno una durata che supera i dieci anni. Tra questi rientrano quelli dei quattro membri non indipendenti. In Heineken si nota che i consiglieri in carica, tranne quelli nominati a partire dal 2016, sono stati rieletti almeno una volta (Grafico 17).

Il Codice di Corporate Governance olandese, con le disposizioni 2.2.1 e 2.2.2, afferma che i membri sia del *Management Board* che del *Supervisory Board* possono essere eletti per un periodo massimo di quattro anni e rieletti per ulteriori quattro anni. Nel caso del consiglio di sorveglianza ammette però che, terminati gli eventuali otto anni di mandato, un consigliere possa essere nuovamente nominato per un biennio, prorogabili al massimo per altri due. Nel caso la società dovesse superare il termine temporale di otto anni dovrebbe fornire le motivazioni che hanno portato ad operare tale scelta.

Nel *report* del *Supervisory Board* viene ribadita l'essenzialità di mantenere la struttura che contraddistingue il gruppo Heineken, ovvero l'importanza di avere una rappresentanza nei *Boards* da parte di familiari e parenti. Pertanto, dati i legami di parentela esistenti e il superamento del limite di durata stabilito dal codice di *best practices*, la disposizione 2.2.2 non trova applicazione nei confronti dei tre componenti M. Das, M.R. de Carvalho e J.A. Fernández Carbajal.

Per cercare di conformarsi al punto 2.2.1, il consiglio di sorveglianza ha predisposto uno schema di rotazione per evitare che la scadenza del mandato dei membri del consiglio di gestione coincida con quella dei componenti dell'organo di controllo, e quindi che si venga a creare una situazione di stallo.

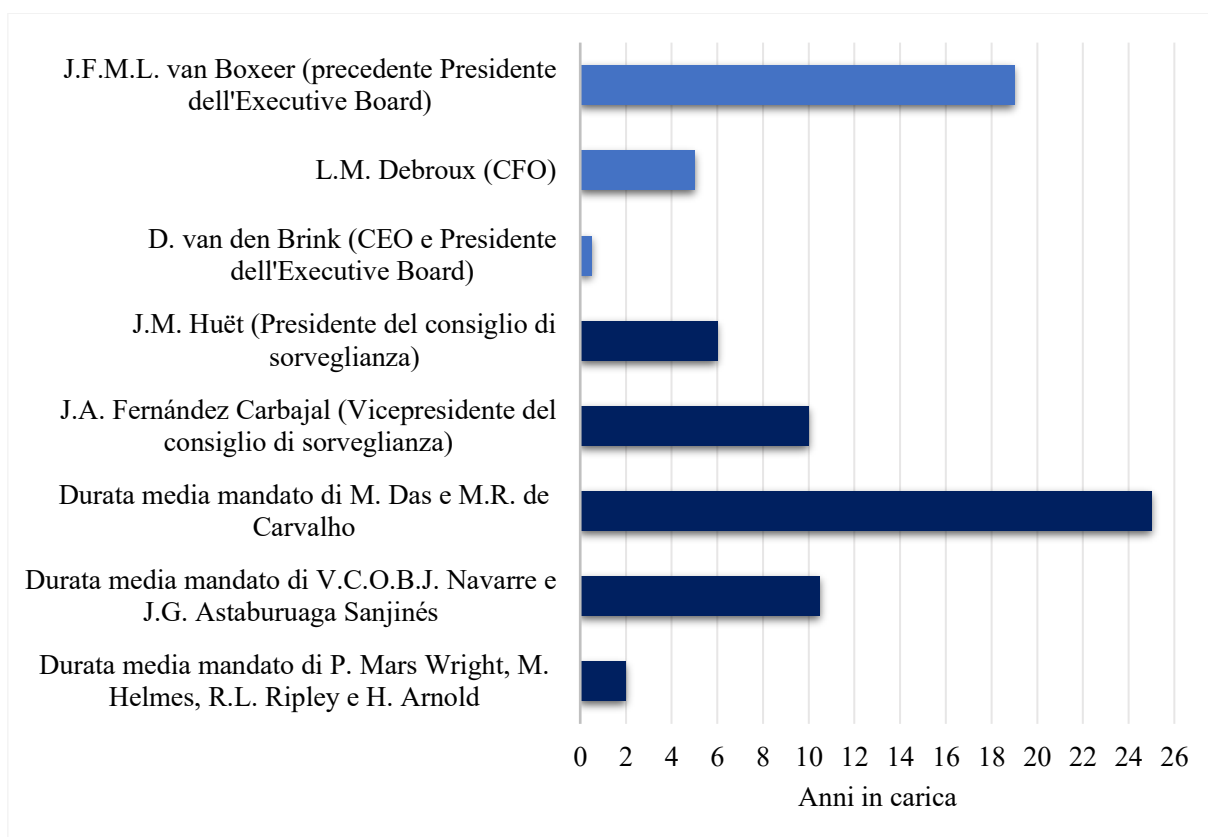


Grafico 17: Anni di mandato dei componenti dell'*Executive Board* e del *Supervisory Board* di Heineken (anni di riferimento: 2019-2020).

Il calcolo della durata media del mandato di alcuni membri del consiglio di sorveglianza, essendo stati eletti in anni ravvicinati, è stato effettuato dopo averli suddivisi in tre gruppi: M. Das (1994) e M.R. de Carvalho (1996), C. Navarre (2009) e J. G. Astaburuaga Sanjinés (2010), P. Mars Wright (2016), M. Helmes (2018), R.L. Ripley e H. Arnold (2019).

Nel consiglio di gestione l'ex Presidente van Boxeer ha ricoperto tale posizione per quasi vent'anni. Solo recentemente è stato sostituito da van den Brink. Inizialmente, però, per il suo mandato non prevedeva scadenza.

Nel consiglio di sorveglianza il mandato di tre componenti supera i dieci anni (M. Das e M.R. de Carvalho sono in carica da oltre vent'anni). J.M. Huët, nominato nel *Board* nel 2014, è stato eletto Presidente nell'anno 2019.

Fonte: HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

Secondo la filosofia del gruppo Heineken la diversità all'interno degli organi principali della governance societaria costituisce un elemento rilevante su cui basare la loro composizione. Nella *Diversity Policy* vengono indicate le variabili di cui bisogna tenere conto nella scelta dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e del comitato esecutivo: età, genere, nazionalità, esperienze e competenze.

Dal punto di vista dell'età, entrambi gli organi dotati del potere esecutivo registrano un'età media piuttosto bassa.

Gli obblighi e l'insieme delle attività di cui è incaricato il *Supervisory Board* giustificano la necessità di possedere un bagaglio esperienziale più ampio, che però allo stesso tempo porta a raggiungere un'età media più elevata (Grafico 18).

Il *Management and Supervision Act* del 2013 che ha imposto a tutte le società N.V. e B.V. di prevedere una rappresentanza femminile minima nei *Boards* pari al 30% è stato pienamente rispettato. Attualmente il consiglio di sorveglianza è composto per il 40% da donne, mentre nel consiglio di gestione è presente la CFO Laurence Debroux, che assicura il raggiungimento del 50% di rappresentanza femminile. I dati registrati sono per entrambi gli organi molto positivi in quanto superiori rispetto alle statistiche medie nazionali delle società quotate presso gli indici AEX e AMX della Borsa di Amsterdam.¹⁰⁴ Tale diversità in termini di genere tuttavia non si riscontra nell'*Executive Team*, in cui solo un componente è donna.

In termini di nazionalità i tre organi del sistema di corporate governance di Heineken N.V. sono caratterizzati da un elevato grado di diversità: sono attualmente in carica componenti provenienti da nove nazioni differenti (Grafico 19). L'alta dirigenza del gruppo alla fine del 2019 era composta da persone di oltre 60 nazionalità.

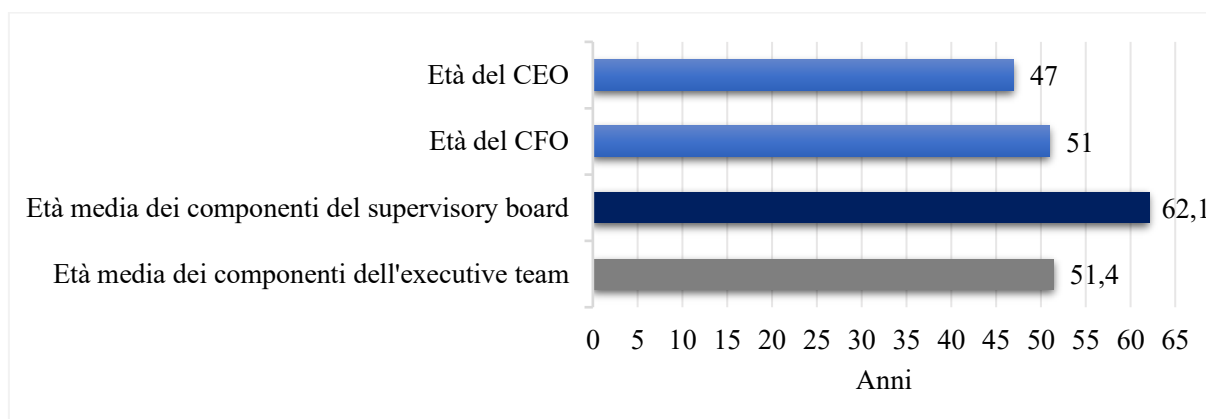


Grafico 18: Età (ed età media) dei componenti in carica nel 2020 dell'*Executive Board*, del *Supervisory Board* e dell'*Executive Team* di Heineken.

Il consiglio di gestione è l'organo che ha registrato l'età media più bassa, pari a 49 anni, mentre il consiglio di sorveglianza quella più elevata (62,1 anni). Nell'*Executive Team* sette componenti su nove sono nati in una data successiva al 1967.

Fonte: <https://www.theheinekencompany.com/>; HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

¹⁰⁴ Nel 2019, nei consigli di gestione la rappresentanza femminile era pari al 10% e all'8%, mentre nei consigli di sorveglianza si aggirava attorno al 35% e all'8% rispettivamente per le società olandesi quotate negli indici AEX e AMX della Borsa di Amsterdam. EUMEDION, 2019. *Evaluation of the 2019 AGM season*. Disponibile su <<https://en.eumedion.nl/>> [Data di accesso: 07/06/2020].

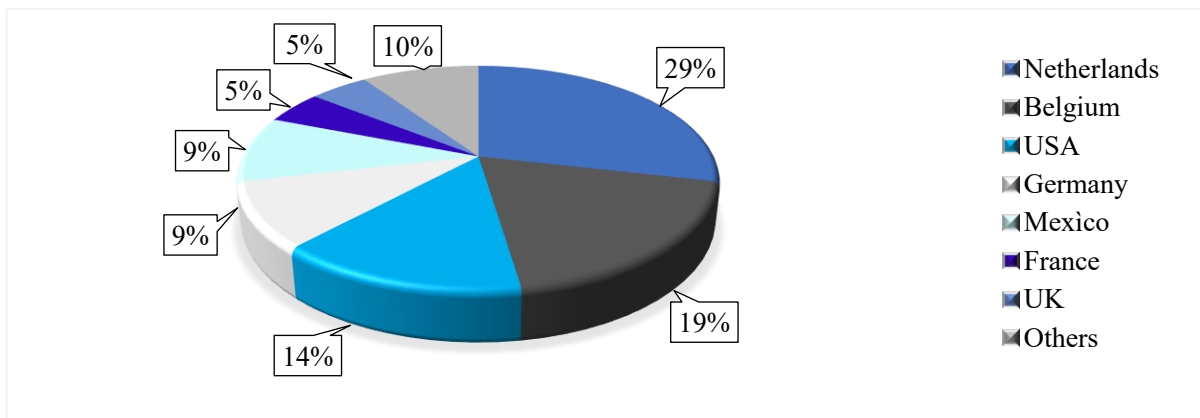


Grafico 19: Nazionalità dei componenti in carica nel 2020 del *Supervisory Board*, del *Management Board* e dell'*Executive Board* di Heineken N.V..

Gli organi di corporate governance della società olandese sono caratterizzati da un adeguato grado di diversità in termini di nazionalità. La maggioranza dei componenti provengono da Olanda (6 persone), Belgio (4 persone) e Stati Uniti d'America (3 membri).

Fonte: <https://www.theheinekencompany.com/>; HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

La disposizione 2.1.5 del Codice di Corporate Governance olandese, a cui la società ha deciso di attenersi completamente, inserisce tra gli aspetti da valutare quelli legati alle esperienze lavorative. Parte degli attuali componenti del consiglio di sorveglianza di Heineken N.V. (J.M. Huët, M. Das, C. Navarre e P. Mars Wright) possono vantare una precedente esperienza all'interno di un organo di controllo societario di grandi società olandesi.¹⁰⁵ I membri non citati hanno ricoperto altre tipologie di posizioni, sviluppando comunque competenze gestionali e manageriali.

Il CEO Dolf van den Brink si contraddistingue per il suo bagaglio di conoscenze in ambito commerciale e per le capacità di direzione, essendo stato direttore delle divisioni HEINEKEN USA e HEINEKEN Mexico. La CFO Laurence Debroux ha iniziato la sua carriera nel mondo bancario per poi ricoprire incarichi di tipo manageriale.

Heineken, tenendo molto alla preparazione di tutto il personale dipendente, ma soprattutto a quella delle persone che svolgono compiti direttivi, li invita a partecipare a seminari sulla *leadership*. Inoltre, è previsto dalle *policy* interne che ogni nuovo membro del consiglio di

¹⁰⁵ I principi di Heineken sulla regolamentazione del consiglio di sorveglianza stabiliscono che almeno un membro deve essere un esperto finanziario, con precedenti esperienze nell'amministrazione finanziaria e nella contabilità di società quotate o di grandi società. HEINEKEN N.V., 2017. *Regulations for the Supervisory Board of Heineken N.V.*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/supervisory-board>> [Data di accesso: 02/08/2020].

sorveglianza dopo la nomina debba prendere parte ad un programma introduttivo realizzato dalla società e supervisionato dal Presidente del consiglio stesso. I suoi contenuti forniscono sia informazioni di carattere generale sul gruppo Heineken sia opportunità di apprendimento di conoscenze tecnologiche.

Heineken conferma il suo impegno nell'assicurare la diversità in generale negli organi societari, dichiarandola come principale *driver* del processo di selezione del personale. Anche se sulla variabile genere potrebbe ricadere maggiore attenzione, l'importanza delle differenze in termini di cultura, conoscenze, esperienze e competenze non deve essere sottovalutata.

2.1.4. I comitati interni e la funzione di *audit*

La struttura di corporate governance di Heineken è composta da cinque comitati: il comitato preparatorio (*Preparatory Committee*), il Comitato di selezione e per le nomine (*Selection & Appointment Committee*), il Comitato per l'area geografica Americhe (*Americas Committee*), il Comitato per la remunerazione (*Remuneration Committee*) e il Comitato di revisione e controllo (*Audit Committee*).¹⁰⁶

Il *Preparatory Committee* si occupa della predisposizione di tutti quei processi decisionali del consiglio di sorveglianza che non sono di competenza degli altri comitati (come le deliberazioni sulle acquisizioni e sugli investimenti). Il comitato è formato da quattro membri, tra cui il Presidente del consiglio di gestione.

Il comitato per le nomine, nelle sue quattro riunioni annuali, è chiamato a discutere della composizione del *Supervisory Board* e dell'*Executive Board* e a tenere monitorato il programma di rotazione relativo alle scadenze dei mandati dei loro componenti. Fornisce anche un giudizio sul rendimento dei due principali organi e sugli sviluppi in termini di *leadership* al loro interno. Il Presidente Huët, che presiede il comitato, coordina il dibattito con gli altri membri del comitato (ovvero i membri del consiglio di sorveglianza de Carvalho, Das, Fernández Carbajal e Mrs. Mars Wright) sugli argomenti inseriti nell'agenda delle riunioni.

Per la regione Americhe, Heineken N.V. ha deciso di istituire un apposito comitato per fornire assistenza e consulenza al consiglio di sorveglianza per la definizione della sua direzione strategica. Tra i compiti dell'*Americas Committee* rientra la valutazione delle performance, dell'organizzazione e della gestione della regione. Solitamente le riunioni del comitato si

¹⁰⁶ In questo modo la società adempie al vincolo imposto dal *Dutch Corporate Governance Code* (disposizione 2.3.2) al superamento della soglia di 4 componenti nel consiglio di sorveglianza.

svolgono con la presenza sia del Presidente dell'*Executive Board* che del *Chairman* della regione considerata. Nel corso del 2019 il comitato si è riunito due volte.

L'organo incaricato della formulazione delle politiche retributive societarie è il Comitato per la remunerazione. Nel corso delle riunioni ha elaborato le proprie raccomandazioni riguardanti il pagamento degli incentivi a breve termine per il 2018, la fissazione degli obiettivi per il 2019 e le assegnazioni dei premi a lungo termine. Tutte le proposte sono state approvate dal consiglio di sorveglianza.¹⁰⁷ Gran parte dell'attenzione durante il 2019, tuttavia, è stata posta sulla Direttiva europea relativa ai diritti degli azionisti e sulle conseguenze derivanti dalla sua entrata in vigore. A comporre il *Remuneration Committee* vi sono quattro membri, tra cui J.M. Huët e M. Das nel ruolo di Presidente.

All'*Audit Committee* spettano i compiti di supervisione e di controllo dei documenti e delle informazioni di carattere finanziario che vengono presentati dal consiglio di gestione.¹⁰⁸ Le attività si svolgono con la presenza dell'*Executive Board*, del revisore esterno, del Direttore esecutivo della funzione *Global Audit* e di due Direttori senior (delle funzioni Processi e servizi finanziari globali e Contabilità e gestione del rischio). Durante le quattro riunioni tenutesi nell'anno 2019 si sono discusse, tra le altre, le seguenti tematiche: l'effettività e i risultati dell'attività di controllo interno, i miglioramenti in ambito digitale, il sistema di corporate governance di Heineken (a cui vanno aggiunti il codice di condotta e i regolamenti interni) e la valutazione dell'operato del revisore esterno.

Strettamente collegate alle funzioni del comitato interno di revisione e controllo sono le attività dell'*external auditor*, che nel caso di Heineken è Deloitte Accountants B.V.. Il revisore esterno ha confermato che i risultati finanziari rendicontati nel bilancio consolidato 2019 rispecchiano la posizione finanziaria del gruppo. All'interno del *report*, oltre a chiarire che nell'esecuzione dei propri compiti è stata seguita la normativa olandese, la società di revisione ha dichiarato la propria indipendenza rispetto ad Heineken N.V.. L'attività di controllo, che si è anche estesa ai programmi di sostenibilità, non ha evidenziato alcun rilievo.

Complessivamente i comitati si sono riuniti con una frequenza media, pari a 3,8 incontri all'anno, con il *Preparatory Committee* che ha registrato il numero più alto di riunioni (6).

¹⁰⁷ Il Comitato per la remunerazione prende visione di una relazione riguardante lo stato e l'andamento delle remunerazioni delle persone che ricoprono incarichi dirigenziali. L'analisi che il comitato svolge si focalizza sul perfezionamento dell'entità della retribuzione: punta ad allinearla ai principi fissati internamente da Heineken, al livello delle performance e alle tendenze del mercato. L'osservazione di queste pratiche e di molti altri elementi è importante per mantenere la società competitiva sul mercato. HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

¹⁰⁸ Tutti i componenti del comitato hanno esperienze o conoscenze in ambito finanziario.

Inoltre nel 2019 si sono verificate poche assenze da parte dei componenti dei comitati, a dimostrazione della loro forte attenzione verso le dinamiche societarie.

2.1.5. I piani remunerativi

Le politiche remunerative degli organi di corporate governance di Heineken vengono dapprima revisionate dal *Remuneration Committee* e successivamente approvate dal consiglio di sorveglianza, se risultano essere in linea con i principi di remunerazione di lungo termine. Quest'ultimi consistono nel sostenere la strategia aziendale e nell'effettuare pagamenti che siano giusti e coerenti con la performance realizzata ed efficienti nel confronto con quelli delle multinazionali concorrenti della medesima dimensione e complessità. I piani vengono revisionati con regolarità al fine di mantenerli aggiornati in relazione alle prospettive degli *stakeholders* interni ed esterni alla società, all'opinione pubblica e ai cambiamenti esterni. Nel corso del 2019 il *Supervisory Board* e il comitato per la remunerazione hanno dedicato molto tempo alla discussione della Direttiva Europea n. 828 del 2017, adottata dal Senato olandese nel novembre 2019, che ha modificato i diritti degli azionisti e alcuni obblighi divulgativi a carico delle società. I due organi societari hanno cercato di individuare quali potessero essere le mancanze della politica remunerativa e delle pratiche di rendicontazione abitualmente utilizzate in Heineken rispetto alle disposizioni della nuova normativa. Le attività si sono concluse con la proposta all'assemblea degli azionisti per l'approvazione delle modifiche alla *remuneration policy*, sia per il consiglio di gestione che per il consiglio di sorveglianza, e del *report* sulla remunerazione del 2019. Tra i cambiamenti più importanti approvati dal *General Meeting* di aprile 2020 rientra l'introduzione della componente dei *benefits* (che includono auto aziendale, carburante, assicurazione sanitaria e altre tipologie di agevolazioni) nella remunerazione dei direttori esecutivi.

La remunerazione del consiglio di gestione del 2019 era formata da quattro elementi: il salario base, gli incentivi a breve e a lungo termine e il contributo pensionistico/previdenziale (Grafico 20).

Il salario base viene definito sulla base del livello di retribuzione mediano del gruppo di società considerate alla pari del gruppo in termini di dimensione e complessità.¹⁰⁹ Quando

¹⁰⁹ Le società che vengono prese come riferimento (definite dal *General Meeting* nel 2011 e aggiornate nel 2012 e nel 2017) per valutare la politica remunerativa sono: Anheuser-Busch InBev (BE), Carlsberg (DK), Coca-Cola (US), Colgate-Palmolive (US), Danone (FR), Diageo (UK), Henkel (DE), Kimberley-Clark (US), Mondelēz International (US), L'Oréal (FR), Nestlé (CH), Pepsico (US), Pernod Ricard (FR) e Unilever (NL). Heineken stabilisce il livello

però si decide di modificare il suo importo, la società tiene conto di fattori più ampi e non collegati a fattori esterni o alle prestazioni individuali. Nel 2019 l'ammontare annuale del salario base era pari a 1.250.000 € per il CEO e a 850.000 € per il CFO.

Heineken per cercare di allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei componenti dell'*Executive Board* utilizza lo strumento degli incentivi a breve termine, il cui pagamento può consistere in denaro o in azioni¹¹⁰. Il loro ammontare era vincolato al 140% e al 100% del salario base rispettivamente per il CEO e il CFO (per l'anno 2019). La possibilità di ottenere gli incentivi era ponderato per il 75% su misure finanziarie ed operative fissate dal consiglio di sorveglianza all'interno della *remuneration policy* e per il 25% sui risultati ottenuti a livello individuale. Secondo quanto riportato nella relazione sulla remunerazione del 2019, il pagamento degli incentivi a breve termine era correlato a quattro variabili di performance: "tasso di crescita organica dei ricavi netti (peso: 35%), tasso di crescita organica del *beia*¹¹¹ *net profit* (peso: 15%), Flusso di cassa operativo (peso: 25%) e Indici di *leadership* individuale (peso: 25%)".¹¹²

Solo in un momento successivo alla chiusura dell'esercizio il *Supervisory Board* valuta se gli obiettivi fissati sono stati raggiunti e decide sull'approvazione del pagamento.

Gli incentivi a lungo termine, che servono ad orientare i componenti dell'organo di gestione verso l'assunzione di decisioni per il benessere societario, consistono nell'assegnazione di premi collegati all'andamento del prezzo delle azioni Heineken. Un determinato numero di azioni del piano di *performance share* devono essere garantite ai due direttori ogni anno, che trovano però alcuni vincoli nel salario base (percentuali limite del 125% per il CFO e del 150% per il CEO) e nel prezzo delle azioni all'ultimo giorno dell'anno precedente. L'assegnazione, che avverrà dopo un periodo di maturazione di tre anni, dipende da quattro variabili legate alle prestazioni della società.¹¹³ Il consiglio di sorveglianza mantiene

di remunerazione obiettivo del CEO e del CFO attraverso il calcolo della mediana delle retribuzioni *target* del gruppo di pari.

¹¹⁰ Le regole interne di Heineken stabiliscono che il 25% del pagamento debba avvenire in azioni di investimento.

¹¹¹ *Beia*: "Before exceptional items and amortisation of acquisition-related intangible assets". HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*. p.173.

¹¹² Per definire quanto deve essere pagato ai membri del consiglio di gestione vengono definite per ciascuna variabile di performance tre livelli di pagamento degli incentivi a breve termine: performance minima (livello di pagamento: 50%), prestazione obiettivo (100%) e prestazione ottimale (200%). HEINEKEN N.V., 2020. *Remuneration report 2019*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/remuneration>> [Data di accesso: 10/08/20].

¹¹³ Le variabili utilizzate sono: il tasso di crescita organica dei ricavi netti, il tasso di crescita organica del risultato operativo *beia*, l'*Earning Per Share* e il Flusso di cassa della gestione operativa. Le soglie per l'assegnazione sono le medesime stabilite per il pagamento degli

comunque un potere di controllo su questa tipologia di incentivi, in quanto può intervenire sulla quantità prevista qualora la ritenesse non adeguata.

Secondo quanto descritto nel *Remuneration Report* del consiglio di sorveglianza, a partire dal 2017 si è notata una riduzione della remunerazione corrisposta sia al CEO che al CFO. Ciò è stato causato principalmente dalla diminuzione del valore degli incentivi pagati. In contrapposizione a questi dati si è registrato un aumento della retribuzione media di tutti gli altri dipendenti del gruppo nel mondo (pari a circa il 3% dal 2018 al 2019).

In Olanda, il Codice di Corporate Governance del 2016 impone alle società quotate olandesi di considerare il rapporto tra i livelli di retribuzione dei direttori esecutivi e degli altri dipendenti della società nel momento di definizione della *remuneration policy*. I *payout ratios* devono essere resi pubblici ogni anno nel rapporto sulla remunerazione.

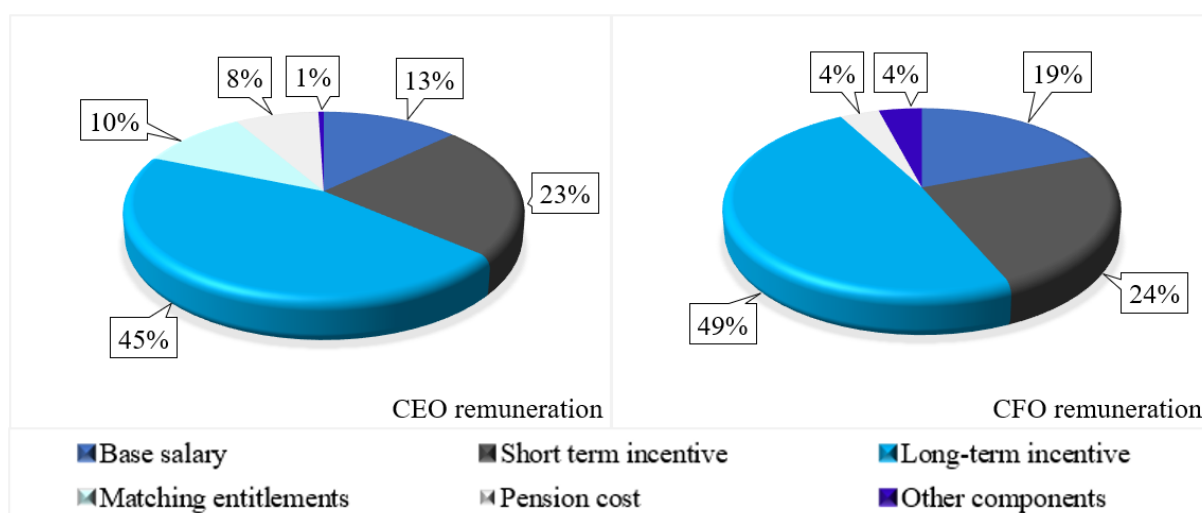


Grafico 20: Composizione della remunerazione dei componenti del consiglio di gestione nel 2019.

Ad incidere maggiormente sulla retribuzione del 2019 del CEO e del CFO sono stati gli incentivi a breve e a lungo termine. Il CEO van Boxmeer ha ottenuto anche il valore dei diritti azionari che egli ha maturato per aver lasciato investite parte delle azioni relative agli incentivi a breve termine dell'anno 2014 fino alla conclusione del 2019 (*Matching entitlements*).

Fonte: HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*.

In linea con quanto affermato dal Codice di Corporate Governance olandese, per la retribuzione dei membri del consiglio di sorveglianza non è prevista alcuna componente variabile e non è possibile stabilire premi legati al capitale sociale. La retribuzione fissa deve

incentivi a breve termine, ma basate sulla maturazione delle *performance shares*. HEINEKEN N.V., 2020. *Remuneration report 2019*.

essere periodicamente revisionata dal comitato per la retribuzione, che sottoporrà le eventuali proposte al consiglio di sorveglianza e verrà approvata dal *General Meeting* (Tabella 4).¹¹⁴

Essendo il *Supervisory Board* composto da componenti altamente qualificati, con rilevanti esperienze e competenze, essi devono essere ricompensati qualora decidano di assumersi responsabilità aggiuntive all'interno della società (come scegliere di diventare membro di un comitato).

Altre agevolazioni e meccanismi di rimborso vengono garantiti ai consiglieri per l'impegno e le spese sostenute per esercitare il proprio ruolo.

| | Chairman | Other members |
|------------------------|-----------|---------------|
| Supervisory Board | € 120.000 | € 90.000 |
| Preparatory Committee | € 45.000 | € 45.000 |
| Audit Committee | € 35.000 | € 20.000 |
| Remuneration Committee | € 25.000 | € 15.000 |
| S&A Committee | € 25.000 | € 15.000 |
| Americas Committee | € 25.000 | € 15.000 |

Tabella 4: Livelli di retribuzione dei componenti del *Supervisory Board* e dei comitati aziendali relativi al 2019, approvati dal *General Meeting* nell'aprile 2020.

Ai membri dell'*Executive Board* che fanno anche parte di qualche comitato non sono riconosciute tali retribuzioni.

Fonte: <https://www.theheinekencompany.com/>.

2.1.6. L'assetto proprietario e l'assemblea generale degli azionisti

Il gruppo Heineken è strutturato su più livelli. Heineken N.V. è controllata attraverso una partecipazione al capitale del 50,005% da Heineken Holding N.V.. Quest'ultima a sua volta risulta partecipata per il 52,599% da L'ArcheGreen N.V., per il 12,262% da FEMSA e il restante è collocato presso il pubblico. L'ArcheGreen N.V. è una società operante sempre nel settore delle bevande alcoliche che è controllata per l'88,86% dalla famiglia Heineken.¹¹⁵

La Holding ha il dovere di assicurare il rispetto delle regole interne e dell'atto costitutivo del gruppo e deve cercare di garantire stabilità, continuità ed indipendenza in tutte le attività

¹¹⁴ Anche in questo caso la valutazione della retribuzione viene effettuata attraverso un confronto con le politiche retributive stabilite da un gruppo di società europee di dimensioni simili ad Heineken.

¹¹⁵ Il restante investimento azionario è detenuto dalla famiglia Hoyer, per l'11,14%, e da Mrs. de Carvalho (componente del consiglio di sorveglianza di Heineken) per lo 0,03%.

societarie. Per quanto riguarda la relazione che intercorre con Heineken N.V. è stabilito che “ad ogni azione di Heineken N.V. posseduta da Heineken Holding N.V. è abbinata un’azione emessa al livello di Heineken Holding N.V.”¹¹⁶

La base azionaria di Heineken N.V. è poi completata dalla quota dell’8,632% posseduta dalla società FESMA ed il rimanente 41,363% è collocato presso il pubblico (Grafico 21).¹¹⁷

Con la partecipazione di maggioranza detenuta nella Heineken Holding N.V., attraverso la società L’ArcheGreen N.V., la famiglia Heineken è in grado di esercitare un’influenza notevole anche in Heineken N.V.. In questo modo, nonostante la presenza di investitori pubblici, la famiglia permane alle redini della società operativa capogruppo e dell’intero Gruppo Heineken.

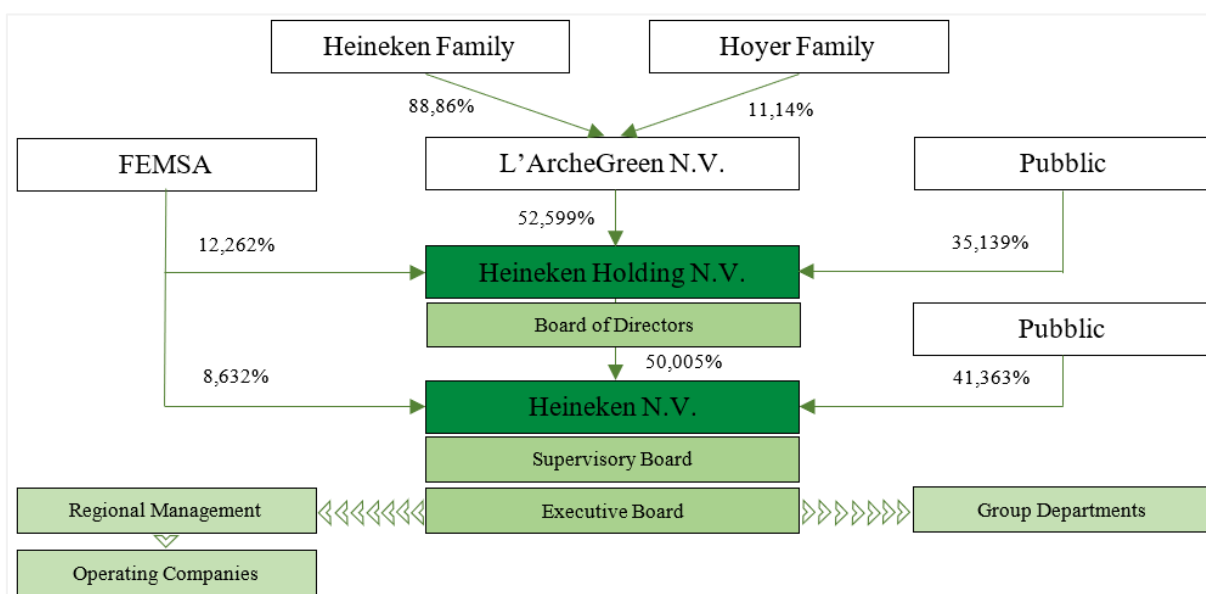


Grafico 21: Struttura del Gruppo Heineken.
Fonte: <https://www.theheinekencompany.com/>.

Il *General Meeting* tenutosi nell’aprile 2020 ha registrato una partecipazione pari all’88,42% del capitale emesso. L’agenda di tale riunione prevedeva la discussione e l’approvazione di 15 punti, tra cui quello relativo alla nuova *remuneration policy*. Le disposizioni sulla remunerazione dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza sono state accolte

¹¹⁶ HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*. p.167.

¹¹⁷ Heineken Holding N.V., che è anch’essa una *public company*, e Heineken N.V. sono entrambe quotate presso la Borsa di Amsterdam. Le azioni di Heineken sono quotate anche presso l’OTC Markets Group di New York ed identificate con le sigle HKHHY and HEINY.

rispettivamente con un tasso pari al 96,94% e al 99,41% (dimostrando un'efficace applicazione del diritto *Say on Pay* degli azionisti).

Tra gli altri argomenti presi in esame vi era l'approvazione della documentazione finanziaria (100% di voti a favore), delle nomine e delle proroghe dei mandati dei membri degli organi societari e delle modifiche all'atto costitutivo. Proprio la votazione riguardante la variazione di un paragrafo dell'articolo 13 dell'atto societario¹¹⁸ ha registrato il più numero elevato di pareri contrari (in termini percentuali di circa 28,03%).

Il tasso di approvazione medio degli elementi di discussione dell'assemblea degli azionisti del 2020 è stato pari al 97,01% mentre quello dell'incontro dell'aprile dell'anno precedente si aggirava intorno al 98,92%.

2.1.7. Il senso di appartenenza alla famiglia Heineken

Nella strategia del Gruppo Heineken la creazione di un ambiente inclusivo costituisce un pilastro fondamentale. Ciò si giustifica nel fatto che, essendo attiva in più di 70 mercati a livello globale, Heineken N.V. deve porsi l'obiettivo di valorizzare le differenze culturali. Tale concetto ha validità sia nei confronti degli organi dirigenti sia verso tutto il personale dipendente. Per questo motivo negli ultimi anni la società ha cercato di far partecipare i propri lavoratori a seminari per lo sviluppo della *leadership* inclusiva. A tali programmi hanno partecipato più di 900 dipendenti, tra cui direttori generali e dirigenti dell'area operativa. Heineken si propone anche di supportare tutti i piani d'azione locali riguardanti l'inclusione e la diversità.¹¹⁹

Il rapporto che s'instaura tra i dipendenti e Heineken è molto stretto e non si basa solamente su aspetti lavorativi. La società offre, infatti, ai propri lavoratori servizi di consulenza e programmi di formazione orientati allo sviluppo delle loro competenze e all'approfondimento

¹¹⁸ L'articolo 13 dell'atto costitutivo di Heineken ha ad oggetto i meccanismi di funzionamento del *General Meeting* degli azionisti. Nel paragrafo 10 vengono illustrati i termini con i quali gli azionisti possono far pervenire all'*Executive Board* delle richieste per la trattazione di determinati argomenti, sottoforma di proposte di delibera. La modifica apportata a tale paragrafo è stata conseguenza del cambiamento delle normative olandesi. Prima dell'approvazione della modifica, Heineken accoglieva le proposte di delibera solamente se quest'ultime erano ricevute prima di 60 giorni dalla data fissata per l'assemblea e presentate da un numero di azionisti, che singolarmente o congiuntamente, rappresentavano almeno l'1% del capitale sociale e la loro partecipazione aveva un valore minimo di 50 milioni di euro. Con l'accoglimento della modifica al paragrafo 10, il limite del valore di mercato della partecipazione è stato eliminato.

¹¹⁹ Ad oggi il gruppo si avvale di oltre 80 *ambassadors* nel mondo, che gli permettono di avvicinarsi alle comunità locali per comprendere meglio le loro esigenze e aiutare a soddisfare i requisiti societari relativi alla politica inclusiva e sociale.

degli aspetti legati alla sicurezza sul lavoro. Nel corso del 2019 si è registrato un numero medio di ore di formazione per dipendente pari a 15,3 ore.

Annualmente la società analizza, attraverso l'utilizzo del sondaggio Climate, la qualità del rapporto che la lega ai suoi dipendenti. Il test del 2018, a cui hanno partecipato circa 80.000 dipendenti provenienti da 80 diverse società operative, ha ottenuto un tasso di coinvolgimento pari al 79%, superiore del 7% rispetto al dato preso come riferimento. In termini di coinvolgimento, impegno e motivazione del personale, Heineken garantisce elevate prestazioni.

Tra i vari *stakeholders* vi sono anche le associazioni incaricate della rappresentanza dei lavoratori. Heineken mantiene costanti riunioni con *HEINEKEN European Works Council*, durante le quali si discutono questioni transnazionali che riguardano il territorio europeo. Inoltre, molto spesso le società operative intrattengono contatti diretti con i sindacati o talvolta al loro interno è presente un *Works Council*.

In conclusione, quando la relazione lavorativa è profittevole ed efficiente da ambo le parti, anche i lavoratori sentiranno di aver contribuito al successo aziendale e di far parte di un grande gruppo che condivide i medesimi obiettivi e valori.

2.1.8. Il Gruppo Heineken e il modello renano

Il modello di corporate governance di Heineken N.V. per molti aspetti si attiene al Codice di Corporate Governance olandese del 2016. Il dualismo CEO-CFO all'interno dell'*Executive Board*, la numerosità del consiglio di sorveglianza e la lunga durata dei mandati dei loro componenti lo rendono molto simile al modello tipico olandese. L'ultima caratteristica citata e la mancanza di indipendenza negli organi societari rientrano tra gli aspetti più problematici, dal punto di vista teorico, della società. Tuttavia, le decisioni relative a tale struttura trovano radici e si giustificano nell'assetto proprietario del gruppo. A capo della catena di controllo della società Heineken N.V. vi è infatti la famiglia Heineken. Mantenere legami familiari nel gruppo e nei suoi organi diventa infatti una necessità ai fini della trasmissione dei propri valori. La mancanza di indipendenza si compensa, pertanto, con un ambiente più stabile che assicura maggiore continuità in vista della realizzazione di un progetto di crescita e di creazione di valore a lungo termine.

La struttura azionaria del gruppo, caratterizzata da una non eccessiva collocazione di titoli presso il pubblico e da una famiglia che intende mantenere un'influenza sulle decisioni societarie, attraverso il controllo diretto ed indiretto, ricorda il sistema di corporate governance dei paesi latini. Talvolta, però, la proprietà concentrata e la presenza di una famiglia imprenditoriale ai vertici societari (che sono tratti tipici del modello latino) sono

frequentemente ritrovabili anche nelle società che adottano il modello renano, come accade in Heineken N.V..

Il modello di corporate governance di Heineken continua ad essere un *network-oriented system* e ad ispirarsi ai principi dei sistemi di corporate governance di origine tedesca. L'orientamento all'inclusione e l'apprezzamento della diversità sono due valori importantissimi per il gruppo. Ciò è dimostrato dalla presenza di 61 nazionalità differenti solamente tra le persone che occupano posizioni dirigenziali e dalla volontà di creare un collegamento con le varie comunità locali in cui opera nel mondo. Nelle dinamiche societarie si nota il coinvolgimento di un elevato numero di *stakeholders*, tra cui compaiono anche i lavoratori e le associazioni che li rappresentano. La società si pone come obiettivo quello di sviluppare il talento e la *leadership* del proprio personale, affinando le loro abilità e conoscenze.

Entrare nel mondo Heineken non significa semplicemente far parte di un gruppo, ma si traduce nello sviluppare un senso di appartenenza ad una grande famiglia che trova perfetta sintesi nel motto societario «*We are Heineken*».

2.2. La multinazionale anglo-olandese Unilever

La multinazionale Unilever è una delle realtà imprenditoriali più attive nel mondo nel settore dei beni di consumo. Grazie ad un portafoglio arricchito da oltre 400 marchi, è in grado di soddisfare le esigenze dei propri clienti spaziando dai prodotti alimentari, ai beni per la casa e a quelli per la cura della persona. Attraverso efficaci politiche promozionali, la strategia di diversificazione implementata è riuscita a produrre ottimi risultati dal punto di vista economico-finanziario. Molti *brands* sono diventati i preferiti dalle famiglie, tant'è che oggi si conta che circa 7 famiglie su 10 nel mondo hanno almeno un prodotto riconducibile al gruppo Unilever.

Le origini di Unilever si trovano nella fusione avvenuta nel 1930 tra due società: l'inglese Lever Brothers e l'olandese Nederlandsche Margarine Unie.¹²⁰ Nonostante entrambe le organizzazioni avessero già una posizione consolidata nel mercato di riferimento, è con la loro unione che realizzarono un'espansione degli affari. Tale operazione contribuì ad incrementare la loro quota di mercato e, di conseguenza, ad indebolire la concorrenza.

Negli anni sessanta, il gruppo Unilever diede avvio alla propria strategia di crescita, fondandola sui concetti di innovazione e di diversificazione. Servendosi di agenzie pubblicitarie, affidabili aziende addette al confezionamento e di società specializzate nelle ricerche di mercato, riuscì a far accrescere il valore dei propri marchi, rendendoli apprezzati a livello mondiale. L'ampiamiento della gamma di prodotti da offrire alla clientela venne realizzato principalmente con il lancio di nuovi articoli e attraverso operazioni di acquisizione di altre società o di marchi già presenti nel mercato (affermati e non). Unilever, che opera con *brands* sia *global* che *local*, ha trovato nella capacità di adattare i propri prodotti, e i marchi correlati, al paese di destinazione la chiave per conquistare efficacemente le aree geografiche *target*.

Negli ultimi anni il gruppo Unilever sta affrontando una nuova sfida: i consumatori tendono a rivolgersi maggiormente alle aziende locali più piccole, in quanto quest'ultime sono capaci di soddisfare anche le più specifiche esigenze. A questo fenomeno occorre aggiungere anche la dinamicità del contesto, caratterizzato da incertezza economica e dal rapido progresso tecnologico. Tali fattori, che possono rappresentare allo stesso tempo minacce ed opportunità, hanno provocato il conseguimento di risultati economici in decrescita per molte società di grandi dimensioni.

¹²⁰ La produzione di Lever Brothers era focalizzata su prodotti a base di oli e grassi (principalmente saponi), mentre Margarine Unie commerciava margarina.

Tuttavia nel 2019 Unilever ha registrato una performance nel complesso positiva, ma leggermente al di sotto delle aspettative alla luce di determinati parametri. L'obiettivo annuale stabilito per la crescita del fatturato, che si aggira intorno al 3-5%, infatti non è stato rispettato a causa del rallentamento di alcuni mercati. I risultati realizzati dalle società nei paesi emergenti hanno compensato quelli in decrescita delle economie sviluppate. Il fatturato consolidato ha comunque raggiunto un importo di quasi 52 miliardi di euro, più elevato rispetto a quello dell'esercizio precedente (registrando un tasso di crescita del 2%), mentre l'utile netto ammontava a 6 miliardi di euro. Tra le tre divisioni in cui è divisa la società internamente (*Beauty & Personal Care, Foods & Refreshment e Home Care* – Grafico 22) solo quella relativa al settore alimentare ha realizzato dati in calo. Complessivamente le attività operative hanno generato nel 2019 un flusso di cassa di circa un miliardo più alto (10.641 milioni di euro) rispetto a quello dell'esercizio precedente (9.612 milioni di euro), grazie alla riduzione di alcuni costi.¹²¹

Dal lato delle attività d'investimento, il flusso registrato a livello consolidato è stato pari a 2.237 milioni di euro nel 2019.¹²² Per mantenere sotto controllo il livello di rischio degli investimenti e per renderlo equilibrato con il loro rendimento a lungo termine, Unilever ha stabilito delle politiche interne per guidare le scelte in tema d'investimenti (Grafico 23). Inoltre il gruppo è dotato al proprio interno di una società veicolo comune (Uninvest) che si occupa del controllo degli investimenti, in particolar modo di quelli inerenti ai piani pensionistici. I movimenti finanziari del gruppo vengono gestiti e monitorati dalle società centrali controllanti. Quest'ultime decidono l'eventuale concessione di prestiti alle consociate tramite utili non distribuiti o finanziamenti di terzi. Dal bilancio consolidato di Unilever è emerso un debito netto di 23.051 milioni di euro¹²³, in aumento rispetto a quello del 2018 a causa della crescita delle passività finanziarie a breve e a lungo termine. Tale valore se rapportato all'utile al lordo della tassazione (nel 2019 era pari a 2,78) è in grado di offrire una stima della bancabilità dell'impresa e quindi della sua appetibilità nei confronti degli investitori finanziari.

¹²¹ I dati relativi all'esercizio 2018 sono stati rideterminati a seguito dell'adozione dell'IFRS 16, relativo alla contabilità dei leasing.

¹²² Tra le acquisizioni realizzate nell'anno considerato vi sono quella della società leader nella produzione degli snack salutaris nel Regno Unito Graze, di The Laundress (che ha permesso di espandere il portafoglio dei prodotti premium per la cura della casa) e del 70% del *business* relativo alla cura della pelle di Lenor. Sono state cedute a Dr. Oetker le attività globali di pasticceria e dessert di Alsa.

¹²³ Il debito netto è stato calcolato come differenza tra la somma delle disponibilità liquide, dei mezzi equivalenti e delle altre attività finanziarie equivalenti, e le passività finanziarie. Sono state sottratte anche le attività di strumenti finanziari derivati non correnti ricollegabili a passività finanziarie.

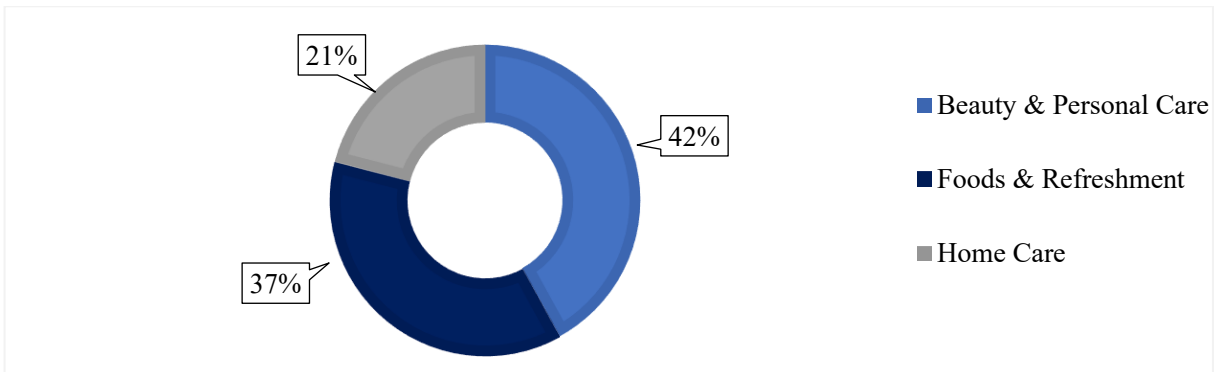


Grafico 22: Incidenza percentuale sul fatturato complessivo del 2019 delle divisioni di Unilever.

Il segmento dei prodotti per la cura della persona, che rappresenta la divisione aziendale con il più elevato tasso di crescita in termini di fatturato (ha registrato un incremento di 274 milioni di euro rispetto al 2018), ha ottenuto nel 2019 un miglioramento del margine operativo di 143 milioni di euro. A far diminuire i ricavi della divisione *Foods & Refreshment* sono stati gli effetti di alcune operazioni di acquisizione e cessione di *business* compiute a partire dalla seconda metà del 2018.

Fonte: UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/investor-relations/annual-report-and-accounts/archive-of-annual-report-and-accounts/>> [Data di accesso: 27/08/2020].

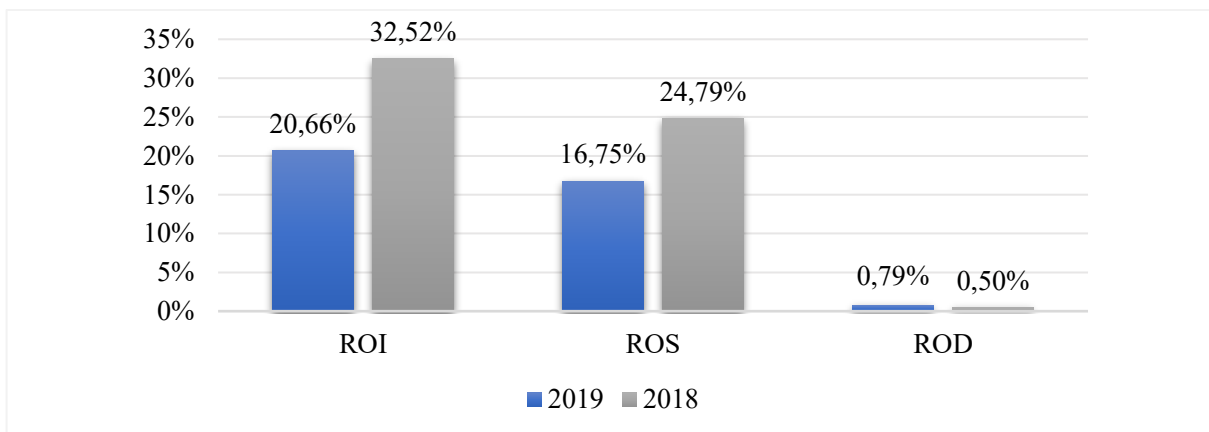


Grafico 23: Indicatori sintetici (ROI, ROS e ROD) del gruppo Unilever a confronto negli anni 2018-2019.

Dal confronto dell'andamento degli indicatori economici e finanziari nei due anni considerati, si nota un rallentamento della performance del gruppo nel 2019. La redditività del patrimonio netto è diminuita significativamente a seguito del minore reddito netto conseguito, come pure si è contratto il valore della redditività delle vendite. Su ciò ha influito la riduzione del risultato operativo, che ha provocato anche conseguenze sulla redditività degli investimenti. Il valore comunque positivo del rapporto tra l'*Operating Profit* e il patrimonio netto ha permesso ad Unilever di ottenere maggiori finanziamenti dagli istituti finanziari. L'indebitamento risulta essere una scelta conveniente per la società data la netta superiorità del ROI rispetto all'indice dell'onerosità del capitale di debito.

Il ROI rappresenta il quoziente tra l'*Operating Profit* aziendale e il Capitale Investito Netto, quest'ultimo calcolato dopo aver riclassificato lo stato patrimoniale di Unilever secondo un criterio funzionale.

Fonte: UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*.

2.2.1. Il modello per la creazione di valore

Il gruppo Unilever, che si definisce uno *Stakeholder model*, fonda sulle relazioni e sulle risorse il proprio modello per la creazione di valore. I primi passaggi della catena del valore si contraddistinguono per i contributi fondamentali dei fornitori, dei partner commerciali e dei lavoratori. Le risorse umane interne ed esterne hanno il compito di analizzare le tendenze del mercato e di studiare il comportamento dei consumatori finali, combinando le attività di *social listening* con gli strumenti di ricerca tradizionale e servendosi dei 30 *People Data Centers* del gruppo presenti nel mondo. Inoltre, con l'ausilio di risorse materiali, finanziarie, tangibili e intangibili, la società punta alla continua innovazione dei propri prodotti, sia dal punto di vista tecnologico che manifatturiero. Una grande attenzione verso gli investimenti in ricerca e sviluppo consente di migliorare l'offerta e di generare benefici a tutti i soggetti coinvolti nell'attività societaria. Dai clienti ai consumatori, dai dipendenti agli azionisti, e in generale dalle comunità di persone al pianeta, il processo per la creazione di valore a lungo termine si sofferma su ciascuna posizione per delineare gli obiettivi da raggiungere.

Osservando quanto descritto nel Codice di Corporate Governance olandese e nel *Company Act* del 2006 del Regno Unito¹²⁴, gli amministratori di Unilever si sono impegnati nel salvaguardare gli interessi di tutti gli *stakeholders* nel momento della definizione della strategia. La *vision* del gruppo di diventare *leader* mondiale nel *business* sostenibile viene infatti perseguita attraverso l'applicazione di un codice contenente i principi e le politiche aziendali. Emanato nel 1994, il codice di *best practices* è suddiviso in cinque sezioni: la descrizione generale degli standard di condotta, il contrasto alla corruzione, il rispetto per le persone, la protezione delle informazioni e l'impegno verso l'ambiente esterno. Tutti i dipendenti, le società consociate e i terzi che intrattengono rapporti con l'impresa sono chiamati a rispettare i doveri e i divieti imposti su ciascun argomento. Le tematiche affrontate hanno come filo conduttore i valori promossi dal gruppo, ovvero integrità, rispetto, responsabilità e innovazione.¹²⁵

Operare eticamente e con integrità consente ad Unilever di ottenere ottimi risultati, oltre che sul profilo economico, anche dal punto di vista della sostenibilità ambientale. Le performance dei due aspetti della gestione sono infatti strettamente collegate. Se il vertice societario non

¹²⁴ Il *Company Act* rappresenta la primaria fonte di diritto societario nel Regno Unito.

¹²⁵ UNILEVER, 2020. *Code of Business Principles and Code Policies*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/about/who-we-are/our-values-and-principles/business-integrity/>> [Data di accesso: 28/08/2020].

assicura il rispetto dei valori, delle politiche aziendali e degli obiettivi sociali si potrebbero verificare conseguenze negative per la crescita del gruppo.

Con il *Sustainable Living Plan* (USLP) Unilever ha pianificato le azioni da porre in atto per cercare di migliorare la salute, il benessere e le condizioni di vita delle persone e di ridurre l'impatto sull'ambiente. Accanto a questi tre impegni di lungo termine, il progetto avviato circa dieci anni fa punta a sostenere gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite.

2.2.2. La struttura organizzativa del gruppo

Il gruppo Unilever opera nel mercato con due società capogruppo: Unilever N.V. e Unilever PLC. La prima è soggetta al diritto olandese, perché ha sede a Rotterdam, mentre alla seconda con sede legale a Londra viene applicata la legge societaria dell'Inghilterra e del Galles. Oltre che per le norme di diritto societario, le due società differiscono anche per i codici di *best practices* in materia di corporate governance. Per questo motivo è asserto dal codice di condotta aziendale che le attività devono essere eseguite sulla base dei principi di buona governance internazionalmente accettati, a cui si aggiungono quelli a cui Unilever decide di conformarsi in quanto contenuti nei codici delle nazioni in cui vi è una società controllante.

La tipologia di struttura scelta che prevede il mantenimento di due entità separate, con differenti basi azionarie e quotazioni in borsa, è utilizzata dal 1930. In concreto, però, le operazioni aziendali vengono condotte come se a gestirle fosse un'unica società. Entrambe svolgono infatti il ruolo di holding e affidano il potere operativo alle società controllate nel mondo. Questa suddivisione di poteri e compiti potrebbe essere fonte di problemi organizzativi e gestionali per il gruppo, in quanto potrebbero verificarsi divergenze decisionali. Per evitare di incorrervi, il Gruppo Unilever ha stabilito degli accordi (*Foundation Agreements*) con il fine di regolare i rapporti tra le società N.V. e PLC. I tre accordi principali sono: l'*Equalisation Agreement*, il *Deed of Mutual Covenants* e l'*Agreement for Mutual Guarantees of Borrowing*. Attraverso di essi Unilever riesce ad affermare l'unità del management nella gestione del gruppo, a regolare i diritti degli azionisti e a definire gli obiettivi e le missioni comuni.¹²⁶

Il sistema di corporate governance scelto da Unilever è il *one-tier board*, che prevede che ciascuna holding detenga un solo organo societario. Per assicurare uniformità d'intenti, uguaglianza nelle conclusioni finali relativamente alle tematiche discusse e per risolvere i

¹²⁶ UNILEVER, 2020. *The Governance of Unilever*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/investor-relations/agm-and-corporate-governance/our-corporate-governance/>> [Data di accesso: 29/08/2020].

potenziali conflitti d'interesse tra le due società, i due consigli sono composti dalle medesime persone.

Dal punto di vista operativo, l'idea del gruppo è quella di creare e mantenere un'unica piattaforma operativa attraverso la quale le società consociate e le holding riescono a scambiarsi informazioni sulle attività e a seguire una politica aziendale comune.¹²⁷ Tutto ciò deve essere svolto nel pieno rispetto dei diritti degli azionisti.

Proprio per tutelare gli azionisti di Unilever N.V. e PLC, l'*Equalisation Agreement* garantisce l'inesistenza di alcun vantaggio nell'investire nel capitale di una società piuttosto che nell'altra. L'accordo assicura a tutti gli *shareholders* l'ottenimento del dividendo, anche nel caso in cui una delle imprese dovesse registrare una perdita. In tale circostanza, o ogni qual volta una holding non riesca a pagare interamente o parzialmente i dividendi, l'altra capogruppo può intervenire per coprire la perdita con gli utili realizzati nell'anno, dopo aver pagato i propri azionisti.¹²⁸ Tali meccanismi e regole sono tutte orientate a far sì che a tutti gli azionisti vengano riconosciuti i medesimi diritti, come se l'investimento in azioni fosse stato effettuato nella medesima società.

Durante il 2020 il gruppo Unilever ha discusso su un possibile cambiamento strutturale: il passaggio dall'attuale dualismo societario ad un'unica società madre al vertice. La proposta, elaborata e pubblicata da Unilever prevede l'aggregazione di tutte le funzioni, prima svolte dalle due holding, nella società Unilever PLC. In questo modo verrebbe a crearsi un modello caratterizzato da una sola base azionaria, composta da azionisti il cui voto nelle assemblee assumerebbe il medesimo peso, in virtù dell'applicazione dello stesso principio. Il modello di corporate governance di Unilever verrebbe sicuramente semplificato dato che verrebbero previsti un solo *Board*, un *pool* di liquidità globale per tutte le società del gruppo e una singola capitalizzazione di mercato. Di conseguenza, verrebbe creata un'unica categoria di azioni, le quali rimarrebbero quotate presso le borse di Amsterdam, Londra e New York.

¹²⁷ Su questo obiettivo intervengono sia il *Deed of Mutual Covenants* che l'*Agreement for Mutual Guarantees of Borrowing*. Il primo accordo ammette che lo scambio tra le società possa avere anche ad oggetto know-how, brevetti e marchi, mentre il secondo agisce sul piano finanziario. Quest'ultimo permette alle società N.V. e PLC di garantirsi a vicenda per i prestiti accordati, ed eventualmente di fornire garanzia sui prestiti delle controllate. L'accordo di mutua garanzia per i prestiti ha contribuito a rafforzare la solidità finanziaria e patrimoniale di Unilever agli occhi degli istituti finanziari e bancari, i quali hanno posto maggiore fiducia nelle società del gruppo.

¹²⁸ Unilever può comunque ritenere più opportuno coprire l'eventuale perdita attraverso la smobilizzazione di parte delle riserve disponibili della società che l'ha registrata o dell'altra holding del gruppo.

L'accoglimento di tale scelta consentirebbe di acquisire maggiore flessibilità strategica sul mercato, sia per decisioni di carattere ordinario, come l'ampliamento del portafoglio prodotti, sia per operazioni straordinarie, quali fusioni o scissioni. La strategia di lungo termine e la suddivisione interna in tre *business units* del gruppo rimarrebbero intatte. Inoltre, nessuna modifica verrebbe introdotta nell'ambito produttivo, nella catena di fornitura, o nella localizzazione delle società operative. Proprio su quest'ultimo aspetto, il gruppo Unilever ha sottolineato l'importanza delle sue radici anglo-olandesi ed ha confermato il suo impegno nel rinforzare il legame con il Regno Unito e l'Olanda attraverso l'aumento della propria presenza in tali nazioni.

Avere una struttura semplice, flessibile e reattiva è la soluzione maggiormente indicata per fronteggiare un ambiente esterno in continuo mutamento. Spinto da tale motivazione, il gruppo Unilever ha ritenuto l'unificazione delle due società di vertice la scelta ideale per il successo futuro.

2.2.3. I Boards di Unilever N.V. e PLC

Le due società holding del gruppo Unilever hanno al loro interno un solo organo che si occupa della gestione, del controllo, degli affari generali e dell'implementazione delle strategie. I *one-tier Boards* di Unilever N.V. e PLC, anche se formati dalle medesime persone, costituiscono due entità a sé stanti dal punto di vista formale. Nella pratica le decisioni che vengono adottate sono le stesse per entrambe le società.

Il consiglio di gestione è composto sia da membri esecutivi che non esecutivi, in adempimento delle linee guida interne societarie.¹²⁹ I componenti devono essere scelti per la loro capacità nel fornire un contributo allo sviluppo della strategia e della governance e di apportare *leadership* nel gruppo Unilever. Essi dovranno adempiere ai loro doveri nel processo di creazione di valore di lungo periodo sostenibile, tenendo in considerazione i diversi interessi degli *stakeholders*, essendo i responsabili della generale condotta delle società. I membri esecutivi e non esecutivi condividono la responsabilità per l'implementazione della direzione generale di Unilever. Per gli esecutivi sono previste ulteriori responsabilità per la gestione e il funzionamento degli affari societari.¹³⁰

Le disposizioni interne per la nomina dei nuovi direttori dei *Boards* stabiliscono che gli azionisti di Unilever NV e PLC devono essere rappresentati dagli stessi candidati. Pertanto i

¹²⁹ In questo modo anche la *best practice* 5.1 del codice di corporate olandese viene rispettata.

¹³⁰ Talvolta i *Boards* possono decidere di delegare determinati poteri al *Chief Executive Officer*, al *Chief Finanziaria Officer* e ai comitati aziendali.

nuovi consiglieri di una holding saranno inevitabilmente eletti anche nel *Board* dell'altra società.

Le direttive societarie stabiliscono che i due *Boards* devono riunirsi almeno cinque volte all'anno. Durante il 2019 le riunioni si sono tenute in gennaio, marzo, aprile, giugno, ottobre e novembre ed hanno registrato un tasso di partecipazione da parte dei membri del consiglio del 97% circa. Nel corso di questi incontri devono essere analizzati i prospetti dei risultati semestrali e di fine anno e le problematiche strategiche del gruppo Unilever. Oltre alle date fissate obbligatoriamente, i direttori di Unilever possono richiedere la convocazione del consiglio ogni qual volta lo ritengano necessario. Data la mutualità degli interessi dei consigli di Unilever N.V. e di Unilever PLC, i loro componenti si riuniscono e prendono decisioni contemporaneamente per entrambe le società. Tuttavia, quando vengono esaminate tematiche che riguardano solamente una holding, verrà formalmente convocato il consiglio di amministrazione solo della controllante in questione.

L'ordine del giorno delle riunioni, che deve essere definito dal Presidente in collaborazione con il CEO, deve contenere elementi di discussione ordinari, speciali e altri punti per i quali si necessita approvazione.¹³¹

Il consiglio di Unilever è normalmente composto da due direttori esecutivi: il *Chief Executive Officer* e il *Chief Financial Officer*. A partire da gennaio 2019 fino alla data del *General Meeting* di maggio 2019, in cui è stato eletto il nuovo CEO Alan Jope, Unilever poteva contare su un solo direttore esecutivo. Il CFO Graeme Pitkethly è in carica dal 2016, dopo aver rivestito una serie di incarichi nelle società del gruppo. Grazie alle sue esperienze lavorative è in grado di applicare nello svolgimento delle sue funzioni le sue conoscenze nell'ambito della *corporate finance*.

L'intera competenza della conduzione gestionale ed operativa del gruppo è delegata al CEO dal consiglio, il quale si riserva le decisioni sull'atto costitutivo, sulla struttura, sulla corporate governance, sul bilancio e sulle altre operazioni significative (acquisizioni, fusioni e joint ventures). Il CEO può subdelegare i suoi poteri agli altri membri dell'*Unilever Leadership Executive* (ULE).

L'ULE è formato, oltre che dal CEO e dal CFO, dagli altri dirigenti che assistono l'amministratore delegato nelle sue attività. I soggetti delegati rispondono delle loro azioni ad Alan Jope (il CEO), il quale ha la responsabilità di monitorare le attività e determinare i ruoli

¹³¹ I *meeting* possono avere come sede Londra, Rotterdam o un'altra località individuata dal *Board* stesso. UNILEVER, 2020. *The Governance of Unilever*.

all'interno di tale organo. I suoi membri normalmente non hanno la possibilità di incidere sui processi decisionali del consiglio, ma partecipano alle riunioni fornendo approfondimenti sulle materie d'interesse.

L'attuale composizione dell'*Unilever Leadership Executive* conta 9 membri accanto ai direttori dotati del potere esecutivo (il CEO e il CFO): Hanneke Faber, Sunny Jain e Peter Ter Kulve, rispettivamente Presidenti delle divisioni *Foods & Refreshment*, *Beauty & Personal Care*, *Home Care*, i Presidenti delle regioni Asia meridionale (Sanjiv Mehta, che è anche responsabile e dirigente di Hindustan Unilever Limited) e Nord America (Fabian Garcia), i responsabili degli uffici Ricerca e Sviluppo (Richard Slater), Direzione Operativa (Nitin Paranjpe), Risorse Umane (Leena Nair), *Digital & Marketing* (Conny Braams), *Supply Chain* (Marc Engel) e Legale e segreteria del gruppo (Ritva Sotomaa).

I restanti membri dei *one-tier Boards* di Unilever sono consiglieri non esecutivi. Una condizione essenziale per il gruppo è il mantenimento della loro condizione di indipendenza. Il Presidente del consiglio Nils Andersen, il suo Vice-Presidente (con la qualifica aggiuntiva di *Senior Independent Director*) Youngme Moon e gli altri componenti (Laura Cha, Vittorio Colao, Marijn Dekkers, Judith Hartmann, Andrea Jung, Susan Kilsby, Strive Masiyiwa, John Rishton e Feike Sijbesma) sono risultati indipendenti dalle analisi dei *Boards*. Le analisi sono state svolte alla luce delle regole inserite nel documento pubblicato dal gruppo *The Governance of Unilever*, che sono state redatte tenendo conto delle principali *best practices* olandesi, britanniche e statunitensi.

Con la presenza di undici consiglieri non esecutivi il principio olandese 5.1.1 sui meccanismi di corporate governance, che prevede che nelle società olandesi con sistema monistico il loro numero nell'unico *Board* debba costituire la maggioranza, in Unilever viene rispettato.¹³² Inoltre il gruppo si è attenuto alla disposizione 5.1.3 del Codice di Corporate Governance olandese del 2016. Quest'ultima afferma che "il Presidente del *Management Board* non dovrebbe essere un amministratore esecutivo o un ex amministratore esecutivo della società, e dovrebbe essere indipendente ai sensi della *best practice* 2.1.8".

Per il gruppo Unilever è altresì importante la questione riguardante la gestione dei conflitti d'interesse nel consiglio di gestione tra le società NV e PLC, e tra gli stessi componenti. Ogni

¹³² DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2016. *Dutch Corporate Governance Code 2016*.

amministratore che individui un conflitto d'interessi, anche solo potenziale, deve immediatamente segnalarlo al Presidente e agli altri direttori.¹³³

Il consiglio di gestione di Unilever è caratterizzato da un'alta diversità. Tra i tredici consiglieri sono infatti presenti ben 8 nazionalità differenti.¹³⁴ Il numero più elevato di direttori che proviene dal medesimo paese è tre, che sono nati nel Regno Unito e altrettanti negli Stati Uniti. Da sottolineare vi è il fatto che tre membri non esecutivi hanno doppia cittadinanza: M. Dekkers (olandese ed americana), A. Jung (americana e canadese) e S. Kilsby (americana e britannica).

La nazionalità predominante che invece spicca all'interno dell'*Unilever Leadership Executive* è quella olandese, che conta quattro membri (C. Braams, M. Engel, H. Faber e P. Ter Kulve). Accanto ai britannici direttori esecutivi (il CEO A. Jope e il CFO G. Pitkethly) e al direttore della sezione R&D R. Slater, vi sono altri quattro paesi che trovano rappresentanza: l'India (con i due Presidenti S. Mehta e L. Nair e il responsabile della Direzione Operativa N. Paranjpe), gli USA (grazie al Presidente F. Garcia), il Canada (con S. Jain) e la Finlandia con il responsabile dell'ufficio Legale e della segreteria del gruppo R. Sotamaa.

I componenti dei *one-tier Boards* di Unilever sono prevalentemente uomini. Il limite legale imposto dalla normativa societaria olandese con il *Management and Supervision Act* è comunque superato in quanto la rappresentanza femminile raggiunge il 38,46%, grazie alle cinque *non-executive directors*. Nell'*Unilever Leadership Executive* le donne sono solamente quattro sul totale di tredici membri.

Considerata la scelta del sistema monistico da parte del gruppo Unilever, la dimensione del suo consiglio di gestione può essere ritenuta adeguata data la crescita del *business* negli anni. Nel corso del *General Meeting* del 29/30 aprile 2020 Marijn Dekkers ha dichiarato di non voler essere rieletto alla carica di *non-executive director* al termine del suo mandato, portando di conseguenza il numero dei componenti da 13 a 12 nel 2020.

Come si evince dal Grafico 24, la durata degli incarichi sia dei direttori dotati del potere esecutivo sia di quelli che ne sono privi è relativamente ristretta. Il CFO è stato eletto nell'ottobre del 2015, mentre Nils Andersen e Alan Jope che hanno assunto rispettivamente la carica di Presidente del *Board* e di CEO sono stati nominati nel 2019. I direttori non esecutivi

¹³³ Se a trovarsi nella situazione descritta fosse il Presidente del *Board*, l'amministratore dovrà segnalare il conflitto di interessi del *Chairman* al direttore indipendente e agli altri membri del consiglio.

¹³⁴ Tra le nazioni che trovano rappresentanza nel *Board* vi sono la Danimarca, l'Olanda, la Cina, l'Italia, l'Austria, l'America, il Regno Unito, il Canada e lo Zimbabwe.

Laura Cha e John Rishton sono i componenti che si contraddistinguono per la durata maggiore del loro mandato, in quanto sono stati eletti entrambi durante il 2013.¹³⁵

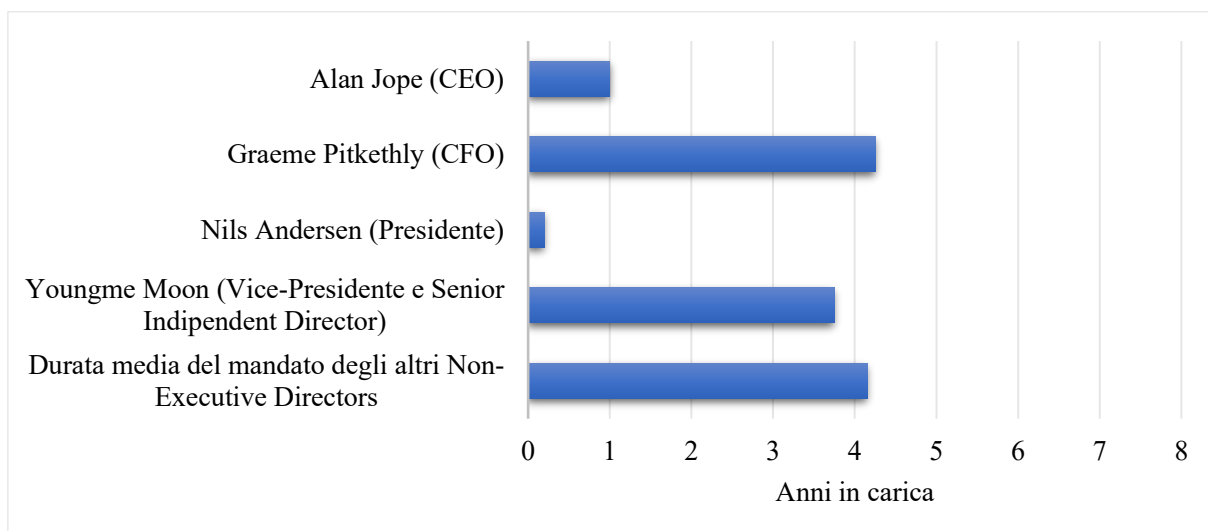


Grafico 24: Anni di mandato dei componenti dell'*Executive Board* di Unilever (anno di riferimento: 2019).

Tutti i componenti sono stati eletti dopo il 2013 e il mandato più duraturo non supera i sette anni. Nils Andersen è stato eletto Presidente del *Board* nel novembre 2019, ma era già stato nominato come direttore non esecutivo nel 2015. Effettuando la media degli anni in cui tutti i membri del consiglio di gestione hanno mantenuto l'incarico si ottiene un valore inferiore ai quattro anni.

Fonte: UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*.

Nonostante l'età media relativamente bassa dei componenti del consiglio di gestione (pari a 58,9 anni; Grafico 25), quasi tutti possono vantare una precedente esperienza all'interno di un *Board* e competenze dirigenziali in complesse entità di livello globale. Qualsiasi tipo di conoscenza e di esperienza è ritenuta dal gruppo di rilevante importanza. La maggior parte dei componenti ha conoscenze in ambito finanziario, pregressa esperienza nei mercati emergenti ed abilità nel comprendere i *trends* nel comportamento dei consumatori. Scarsamente sviluppate sono invece le conoscenze scientifiche, tecnologiche, innovative, nel marketing e nella gestione delle vendite. Un altro aspetto che potrebbe essere migliorato dal consiglio è quello della *Corporate Social Responsibility* (CSR), che riguarda la gestione dell'impatto etico e sociale delle scelte strategicamente rilevanti della società. Per questo motivo, dopo la nomina, i nuovi membri vengono coinvolti in un corso introduttivo che illustra la cultura

¹³⁵ La durata massima del mandato per i consiglieri fissata dal Codice di Corporate Governance olandese in quattro anni, con proroga per ulteriori quattro anni, viene pienamente rispettata. DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2016. *Dutch Corporate Governance Code 2016*. Disposizioni 2.2.1, 2.2.2.

organizzativa di Unilever, le politiche strategiche e di corporate governance del gruppo e le linee guida sulle tematiche sociali ed ambientali.

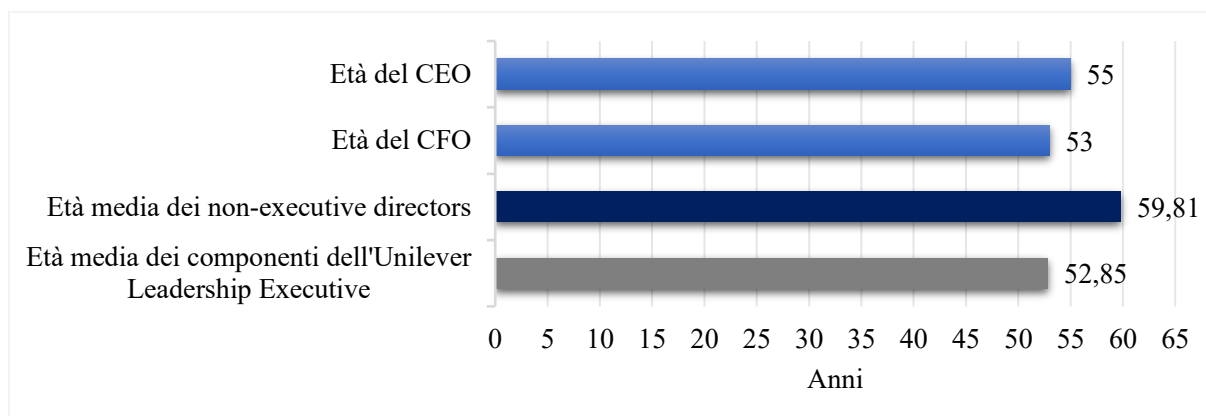


Grafico 25: Età (ed età media) dei componenti in carica nel 2019 dell'*Executive Board* e dell'ULE del gruppo Unilever.

L'età media dei direttori esecutivi (54 anni) è inferiore a quella degli undici consiglieri non esecutivi. In linea generale il *Board* registra un'età media bassa (di circa 58,9 anni) rispetto alle statistiche delle società olandesi considerate nel primo capitolo. Solamente l'amministratrice Laura Cha ha raggiunto i 70 anni d'età.

I membri dell'*Unilever Leadership Executive* hanno un'età compresa tra i 40 e i 60 anni.

Fonte: <https://www.unilever.com/>; UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*.

2.2.4. I comitati aziendali

La struttura di corporate governance di Unilever è composta da quattro comitati: il *Corporate Responsibility Committee*, il comitato delle nomine e della corporate governance, il comitato per le remunerazioni e l'*Audit Committee*. L'operato dei comitati è monitorato dai *Boards*, che valutano anche il tasso di partecipazione alle riunioni da parte dei loro componenti (che nel corso del 2019 si è rivelato molto soddisfacente).

Il *Corporate Responsibility Committee* è formato da 3 membri: Strive Masiyiwa, che ne è il Presidente, Youngme Moon e Feike Sijbesma. Tra i principali obiettivi del comitato vi è il monitoraggio della condotta di Unilever, cosicché rimanga intatta l'immagine di «società globale responsabile». Tale aspetto reputazionale ha un impatto anche a livello strategico, in quanto gli *stakeholders* sono interessati al messaggio che il gruppo intende trasmettere. Per questo motivo il comitato deve verificare che non vi siano influenze esterne che possano intaccarlo e deve promuovere politiche di comunicazione idonee a rafforzare la reputazione di Unilever. Alcune funzioni dell'organo vanno a completare gli incarichi

dell'*Audit Committee* in merito alla gestione del rischio e alla supervisione dell'*Unilever Sustainable Living Plan (USLP)*.

Le riunioni del comitato avvengono trimestralmente e durante il 2019 sono sempre stati presenti i tre direttori non esecutivi. Talvolta intervengono agli incontri alcuni membri dell'*Unilever Leadership Executive*, in quanto sono coloro che sono incaricati di tradurre la strategia di crescita sostenibile in azioni operative.

In ogni riunione i componenti verificano la conformità con la politica di approvvigionamento (*Responsible Sourcing Policy, RSP*) verso i fornitori e i loro distributori e con la normativa interna, diretta a regolare i rapporti con i clienti e i propri distributori (*Responsible Business Partner Policy, RBPP*). Nel corso del 2019, il 70% degli acquisti sono stati effettuati presso fornitori che rispettavano la politica RSP e Unilever punta nei prossimi anni ad incrementare ulteriormente tale percentuale.

Garantire il rispetto dei diritti umani e l'alta qualità dei prodotti commerciati e richiamare l'attenzione sulle tematiche di sostenibilità sono altri impegni che spettano al *Corporate Responsibility Committee*.

Il comitato delle nomine e della corporate governance di Unilever si occupa della valutazione della composizione dei consigli, della definizione dei criteri di selezione e delle procedure da rispettare per la nomina dei nuovi membri. Le normative riguardanti tali aspetti della gestione societaria sono contenute all'interno della *policy The Governance of Unilever*. Essa stabilisce che i componenti dei *Boards*, tra cui anche il Presidente e il *Senior Independent Director*, debbano essere eletti e rieletti dall'organo esecutivo nel corso del *General Meeting* annuale degli azionisti, su proposta del comitato delle nomine. La scelta deve ricadere su persone che assicurino diversità all'interno dell'organo esecutivo, sia in termini di cultura ed esperienza sia per indipendenza.

Nel novembre 2019 Marijn Dekkers ha deciso di dimettersi dal ruolo di Presidente del *Nominating and Corporate Governance Committee*. Nils Andersen è subentrato in tale incarico dopo aver lasciato il suo precedente ruolo nel comitato per le remunerazioni. Nel corso delle quattro riunioni annuali si sono riuniti anche gli altri direttori non esecutivi Laura Cha e Feike Sijbesma.

Almeno due volte all'anno durante gli incontri vengono discusse le novità in campo legislativo e le modifiche ai codici di corporate governance. Vengono misurate le conseguenze e gli impatti che esse potrebbero avere sul gruppo Unilever. Tra gli argomenti che hanno costituito oggetto di consultazione nel corso del 2019, vi erano le disposizioni

modificate dei codici di governo societario olandese e del Regno Unito, la direttiva sui diritti degli azionisti dell'UE e la diversità del consiglio di amministrazione.¹³⁶

Il comitato per le remunerazioni si occupa delle politiche retributive dei consiglieri esecutivi e non esecutivi e di tutti i membri dell'*Unilever Leadership Executive*. Riguardo a quest'ultimo organo, il comitato alla fine dell'esercizio effettua una valutazione delle sue performance. Infine definisce i piani di incentivazione dei dirigenti e dei dipendenti sulla base delle azioni realizzate e dei risultati raggiunti. A causa delle prestazioni del gruppo leggermente al di sotto degli obiettivi prefissati, il comitato ha rimodulato il modo con cui vengono esaminati i risultati al fine della determinazione dei premi e degli incentivi.

Le uniche persone presenti a tutte e cinque le riunioni annuali del *Compensation Committee* tenutesi nel 2019 sono stati il Presidente Vittorio Colao e Marijn Dekkers. Gli altri componenti Mary Ma, Nils Andersen e Andrea Jung hanno partecipato rispettivamente a tre, uno e quattro incontri. Andersen è entrato a far parte del comitato a partire dal 13 novembre 2019, dopo l'improvvisa scomparsa di Mary Ma avvenuta il 31 agosto 2019.

L'*Audit Committee* deve essere obbligatoriamente composto da tre consiglieri non esecutivi indipendenti. Attualmente i componenti sono quattro: John Rishton (il Presidente)¹³⁷, Judith Hartmann, Susan Kilsby (dal 1 agosto 2019) e Nils Andersen. Quest'organo si occupa della supervisione del bilancio e delle modalità di gestione del rischio, del controllo della conformità con le normative interne ed esterne e della verifica dell'efficienza dei controlli interni. Il comitato ha revisionato il piano di audit interno, relativo ai rischi del gruppo, e ha stabilito il nuovo budget finanziario e le risorse necessarie per realizzarlo. Ogni cinque anni viene incaricato, dal comitato stesso, un soggetto terzo indipendente per valutare l'efficienza e l'efficacia della funzione interna di audit. Ciò è stato realizzato nel 2018. Per il 2019 si è proceduto alla valutazione solo attraverso la compilazione di un questionario, i cui risultati sono stati ritenuti soddisfacenti dal comitato.

Ogni anno vengono anche organizzati degli incontri con il management di Unilever con il fine di realizzare un resoconto delle attività realizzate dal comitato e per discutere di tematiche che vedono coinvolta la società. Nel 2019 le riunioni si sono focalizzate sulla sicurezza informatica e sulle opportunità da sfruttare in ambito imprenditoriale e commerciale.

¹³⁶ UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*. p.59.

¹³⁷ In adempimento alla disposizione del US Sarbanes-Oxley Act del 2002, il Presidente è esperto finanziario. Tutti i membri del comitato hanno competenze in ambito finanziario ed hanno esperienze rilevanti.

Tra i compiti del comitato di revisione rientra anche il controllo delle prestazioni, delle qualifiche e dell'indipendenza dei revisori esterni. Dal 2014 il revisore esterno del gruppo è KPMG, che è stato recentemente riconfermato dall'assemblea degli azionisti. Questa scelta è stata possibile grazie al non superamento dei 10 anni di incarico, che rappresentano il termine massimo fissato dalla normativa olandese. Tale previsione risponde all'esigenza di mantenere l'indipendenza tra i soggetti che si occupano dei servizi di revisione e consulenza.

KPMG ha inviato i risultati della verifica annuale e della revisione dei controlli interni sulla rendicontazione finanziaria, prevista dallo Sarbanes-Oxley Act. Nelle loro relazioni sono contenute questioni di tipo contabile, di corporate governance e sui meccanismi di controllo. Nel 2019 si sono tenuti degli incontri tra il revisore esterno e il comitato interno di audit per analizzare il piano di audit, la valutazione del profilo di rischio del gruppo e gli esiti delle attività di controllo.

2.2.5. Le politiche remunerative del gruppo

Complessivamente il gruppo Unilever si è confermato solido dal punto di vista economico anche nel 2019, nonostante una crescita inferiore alle aspettative. L'importante generazione di cassa e l'ottima redditività, conseguita anche nell'anno precedente, ha portato a rivedere al rialzo le politiche sulle remunerazioni dei componenti degli organi societari per il 2020.

In linea generale i compensi variabili dei direttori esecutivi e non esecutivi del gruppo, dei membri dell'*Unilever Leadership Executive* e di gran parte dei dipendenti di Unilever sono determinati sulla base dei medesimi indicatori di performance per l'assegnazione dei bonus annuali. Ciò permette di creare una cultura condivisa all'interno del gruppo e un allineamento tra gli obiettivi delle persone che stanno al vertice societario e di quelli di tutti gli altri dipendenti.

I criteri che sono stati utilizzati per definire le retribuzioni dei direttori di Unilever sono inserite nella *remuneration policy*, approvata durante l'assemblea generale degli azionisti tenutasi a maggio 2018. Essa stabilisce che i compensi debbano essere costituiti di una componente fissa, di bonus annuali e di incentivi a lungo termine (MCIP).

Per quanto riguarda la remunerazione del CEO e del CFO, la componente variabile acquista un peso più rilevante sull'importo complessivo (Tabella 5). Ciò deriva dal fatto che essi operano con un livello di responsabilità maggiore, essendo detentori del potere esecutivo. Inoltre, gli incentivi per loro previsti non sono collegati alle prestazioni individuali, bensì ai risultati del gruppo. In questo modo la società si assicura che essi compiano le scelte più giuste per il benessere societario e non si lascino guidare da obiettivi di carattere personale.

La parte fissa della retribuzione dei direttori esecutivi viene commisurata all'esperienza, alle capacità e al ruolo ricoperto dalla persona all'interno di Unilever. Nel 2019 essa corrispondeva a 1.450.000 euro per Alan Jope e a 1.103.000 euro per Graeme Pitkethly. Al CEO Alan Jope, che ha assunto la carica da circa un anno, è stata riconosciuta una componente fissa più bassa del 14% rispetto a quella che era stata proposta per il suo predecessore. In più, essa è risultata inferiore anche rispetto al livello medio pagato dalle società del campione preso come riferimento dal gruppo per le politiche retributive, nonostante all'interno di esso Unilever risultasse essere tra le organizzazioni più grandi. Grazie ai buoni risultati conseguiti durante l'esercizio da Jope e visto l'incremento medio della retribuzione dell'intera forza lavoro di Unilever (pari al 3,6%), il gruppo ha deciso di aumentare il compenso fisso per entrambi i direttori esecutivi. A partire dal 2020 pertanto esso ammonterà a 1.508.000 euro per il CEO (+ 4%) e a 1.135.960 euro per il CFO, al quale è stato riconosciuto un incremento del 3% data la sua permanenza in tale posizione per il quinto anno consecutivo.

Attraverso la previsione di bonus legati al raggiungimento di obiettivi annuali, la società fa in modo che i direttori si adoperino per continuare a creare valore per gli azionisti e per implementare la strategia aziendale. Il valore target dei bonus annuali corrisponde al 150% della retribuzione fissa per il CEO (fino ad un massimo del 225%) e al 120% della componente fissa per il CFO (con il limite del 180%).¹³⁸ Gli incentivi a breve termine sono pertanto definiti sulla base di un moltiplicatore delle performance aziendali che ingloba indicatori economico-finanziari della gestione societaria, che vengono fissati annualmente dal comitato delle remunerazioni. Nella *policy* del 2018 essi sono stati individuati nel tasso di crescita organica delle vendite (*Underlying Sales Growth*), nel miglioramento del margine operativo e nella crescita del *Free Cash Flow*, ciascuno con un peso pari ad un terzo dell'importo totale dei bonus.¹³⁹ Con una crescita delle vendite del 2,9% (inferiore all'obiettivo del 3,3%) e un miglioramento del margine operativo, per il 2019 il *Compensation Committee* ha deciso di non apportare aggiustamenti al bonus annuale dell'82% raggiunto sia dal CFO (98% della componente fissa della retribuzione rispetto al target del 120%) che dal CEO (124% della parte fissa in confronto all'obiettivo del 150%).

¹³⁸ UNILEVER, 2018. *Remuneration policy*. Disponibile su <www.unilever.com/remuneration-policy> [Data di accesso: 01/09/2020].

¹³⁹ Tra le modifiche apportate alle linee guida interne, in vigore a partire dal 2020, vi è il cambiamento dell'incidenza dei parametri economici sull'importo dei bonus: per il 50% peserà la crescita delle vendite e per il 25% ciascuno dei restanti due.

La previsione di elementi della retribuzione collegati all'andamento aziendale consente inoltre al gruppo di ottenere maggiore flessibilità nella gestione dei costi, soprattutto in vista del verificarsi di eventi particolari nel mercato.

La *policy* sulla remunerazione riporta che, salvo che il *Compensation Committee* non stabilisca diversamente, ai consiglieri esecutivi è richiesto di investire il 33%, fino ad un massimo del 67%, dei bonus lordi annuali nell'acquisto di azioni del gruppo Unilever del piano di incentivi di lungo periodo MCIP (*Management Co-Investment Plans*). Insieme alle azioni di investimento acquistate verranno corrisposte al CEO e al CFO altri titoli azionari di Unilever, le *matching shares*, sulla base del *Matching Share Plan*¹⁴⁰. A seconda della performance di Unilever possono essere assegnate *matching shares* fino a tre volte il numero di azioni acquistate¹⁴¹, se saranno lasciate maturare fino al termine dell'arco temporale di 4 anni.¹⁴² La misurazione della performance societaria, in questo caso, si basa sia su indicatori economico-finanziari come il tasso di crescita organica delle vendite e dell'*Earnings Per Share* e il tasso di rendimento del capitale investito, sia sull'indice che misura i progressi di Unilever nell'ambito della sostenibilità (*Sustainability Progress Index, SPI*).¹⁴³ Le valutazioni delle condizioni del gruppo vengono effettuate sulla base dei risultati ottenuti in un periodo di quattro anni. Il livello dello SPI viene determinato verificando che le azioni poste in essere dalla società abbiano conseguito, almeno parzialmente, gli obiettivi fissati all'interno dell'*Unilever Sustainability Living Plan*, riguardante i temi dell'impatto ambientale, del cambiamento climatico, della salute e del benessere. Tutti gli indicatori assumono un peso del 25% nella determinazione del valore degli incentivi a lungo termine (MCIP).

Alan Jope e Graeme Pitkethly nel 2019 hanno optato per l'investimento massimo (67%) dei loro incentivi annuali nel MCIP. Grazie al possesso delle azioni di Unilever anche i consiglieri esecutivi si sentono maggiormente orientati verso la creazione di valore in

¹⁴⁰ Il *Matching Share Plan* è un piano che le organizzazioni realizzano per incoraggiare i propri dipendenti ad acquistare azioni della società per cui lavorano.

¹⁴¹ I direttori esecutivi hanno la possibilità di scegliere se acquistare titoli di Unilever N.V. o Unilever PLC, o un mix di entrambe. Le *matching shares* saranno comunque corrisposte nella forma di azioni di investimento.

¹⁴² Il periodo di maturazione delle *matching shares* è stato modificato nel 2017 da tre a quattro anni. Di conseguenza, nessun premio/assegnazione MCIP è stato corrisposto nel 2019.

¹⁴³ Il numero delle *matching shares* da assegnare dipende dal livello degli indicatori di performance. Per ciascuno di essi è definito un intervallo di valori che prevede la mancata assegnazione nel caso in cui non si superi la soglia minima, e l'ottenimento di un numero di *matching shares* pari al triplo dei titoli azionari di Unilever acquistati al raggiungimento della soglia massima. Se la performance aziendale conquista gli obiettivi stabiliti a monte (target), allora le *matching shares* da corrispondere al CEO e al CFO saranno pari a 1,5 volte l'ammontare delle azioni da loro acquistate.

un'ottica di lungo termine, per il bene dell'organizzazione. In questo modo si viene a concretizzare un allineamento tra gli interessi dei dirigenti del vertice societario e quelli degli azionisti.

| | Alan Jope (CEO) | Graeme Pitkethly (CFO) |
|---|-----------------|------------------------|
| A) Total Fixed Pay | € 1.450 | € 1.103 |
| B) Other benefits | € 41 | € 27 |
| C) STI: Annual Bonus | € 1.784 | € 1.085 |
| D) LTI: GSIP Performance Shares | € 1.619 | € 2.132 |
| D) LTI: MCIP Match shares | € - | € - |
| E) Share awards | € 1.244 | € 1.522 |
| Total remuneration (required by UK law) (A+B+C+D) | € 4.894 | € 4.347 |
| Total remuneration (required by Dutch law) (A+B+C+E) | € 4.519 | € 3.737 |

Tabella 5: Remunerazione del CEO e del CFO del gruppo Unilever nel 2019.
(Dati in milioni di euro)

La componente variabile assume un peso rilevante sull'importo del compenso. Solo gli incentivi a breve termine hanno inciso per circa per il 39% sulla retribuzione del CEO e per il 29% su quella del CFO (sulla base della remunerazione totale calcolata secondo le leggi olandesi). Per quanto riguarda gli incentivi a lungo termine (MCIP), non sono state effettuate assegnazioni in quanto non è ancora terminato il periodo di maturazione delle *matching shares*. Il *GSIP Performance Shares* è relativo al piano di Unilever del 2017 (*Unilever Share Plan*), che prevedeva l'assegnazione di azioni sulla base delle performance realizzate in un periodo di tre anni, e che per il 2019 sono state corrisposte nel mese di febbraio.

Fonte: UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*.

I consiglieri non esecutivi del Consiglio di Amministrazione ricevono un compenso annuale da Unilever N.V. e PLC. I livelli di remunerazione sono fissati dai *Boards* e non possono superare complessivamente i € 5.284.200 all'anno. La *policy* sulla remunerazione del 2018 indica come valori di cui tenere conto nella determinazione del compenso: la filosofia del gruppo, l'impegno e il contributo attesi ed i livelli retributivi di altre società non finanziarie globali con sede in Europa. Riguardo a quest'ultimo aspetto, le retribuzioni sono risultate inferiori rispetto ai valori medi delle società con cui Unilever si confronta. Inoltre, l'evoluzione continua delle normative sulle società e sulla corporate governance e l'ampliamento dei compiti assegnati ai direttori di vertice ha portato il gruppo a rivedere al rialzo i loro compensi. Nel 2020 la *policy* sulle retribuzioni è stata revisionata dai *Boards* e approvata dall'assemblea degli azionisti. Il compenso del Presidente è stato aumentato del 4%

(per un importo pari a 25.000 sterline), mentre quello dei membri dell'*Audit Committee* e del comitato delle retribuzioni è stato incrementato per una cifra di circa 3.000 sterline. La retribuzione base di tutti gli altri soggetti non ha subito aggiustamenti (Tabella 6).¹⁴⁴

Il sistema di Unilever prevede l'applicazione di un meccanismo remunerativo modulare che assicura che i direttori svolgono il proprio ruolo in modo adeguato e si assumono le relative responsabilità. I componenti del consiglio ricevono, oltre alla quota base annuale per l'incarico di componente del *Board*, una somma aggiuntiva per la qualifica di Vice-Presidente, Presidente o membro di un comitato. Al Presidente N. Andersen è invece riconosciuto un compenso omnicomprendente, che ingloba tutto ciò che gli spetta per lo svolgimento contemporaneo di più funzioni.¹⁴⁵

| | 2019 Annual Fee | 2020 Annual Fee |
|--|-----------------|-----------------|
| Basic Non-Executive Director Fee | € 108.949 | € 108.949 |
| Chairman (all-inclusive) | € 801.092 | € 833.105 |
| Vice-Chairman | € 51.270 | € 51.270 |
| Member of Nominating and Corporate Governance Committee or of Corporate Responsibility Committee | € 19.226 | € 19.226 |
| Member of Compensation Committee | € 19.226 | € 23.071 |
| Member of Audit Committee | € 25.635 | € 29.479 |
| Chair of Nominating and Corporate Governance Committee, Compensation Committee, Corporate Responsibility Committee | € 38.452 | € 38.452 |
| Chair of Audit Committee | € 51.270 | € 51.270 |

Tabella 6: Compensi annui base dei direttori non esecutivi del gruppo Unilever nel 2019 per tipologia di qualifica.

Per il 2020 è previsto un aumento dei compensi per gli incarichi di membro del comitato di revisione, del comitato per le remunerazioni e di Presidente. Youngme Moon ha percepito una somma pari a circa € 169.000 (essendo sia Vice-Presidente che componente del *Corporate Responsibility Committee*). Al compenso annuale vengono aggiunti i rimborsi per le spese sostenute nello svolgimento delle funzioni dei direttori non esecutivi.

Fonte: UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*.

¹⁴⁴ Le retribuzioni vengono pagate per il 50% da Unilever N.V. e per il restante 50% da Unilever PLC.

¹⁴⁵ I direttori esecutivi non hanno la possibilità di accedere ai piani di incentivazione del gruppo e non vi è alcuna componente variabile nella retribuzione. Essi sono però incoraggiati dalla società ad investire almeno il 100% dei loro compensi annuali nel capitale sociale di Unilever (costituendo così una partecipazione personale) entro cinque anni dalla nomina.

2.2.6. La compagine azionaria e il *General Meeting* degli azionisti

Per mantenere elevata l'attenzione da parte dei propri azionisti, il Gruppo Unilever ritiene fondamentale chiarire le basi della propria strategia di crescita sostenibile di lungo periodo. Oggi gli azionisti, e in generale tutti gli *stakeholders*, sono molto più interessati ad aspetti ambientali, sociali e di governance rispetto a quanto accadeva in passato. Questi temi sono in grado di influenzare le loro decisioni, eguagliando quasi il peso attribuito ai rendimenti finanziari. Ad aiutare nella valutazione del rendimento dell'investimento vi è l'indicatore *Earnings per Share*, che è passato da 2,35 nel 2018 a 2,55 nell'anno successivo. Tale dato insieme alle performance di sostenibilità risultano particolarmente importanti in quanto incidono anche sulla parte variabile della retribuzione dei consiglieri dell'organo di controllo. Si evidenzia quindi che i componenti del Consiglio di Amministrazione sono incentivati a migliorare l'andamento economico del gruppo, creando valore per gli azionisti.

Le azioni di Unilever sono quotate presso le Borse Euronext di Amsterdam e di New York, mentre quelle di Unilever PLC presso la Borsa valori di Londra e di New York. Le due holding del gruppo Unilever presentano una compagine azionaria piuttosto diffusa. Nel mese di febbraio 2020 le partecipazioni più rilevanti erano detenute dai seguenti azionisti: The Unilever Group (6,33%), Wellington Management Co. LLP (4,28%), Norges Bank Investment Management (3,13%), The Vanguard Group, Inc. (2,90%) Fidelity Management & Research Co. (1,71%) Blackrock Fund Advisors (1,50%) e DWS Investment GmbH (1,24%). Si tratta principalmente di investitori istituzionali, ovvero società di gestione degli investimenti e del risparmio, banche ed enti che prestano servizi finanziari.

Tra le responsabilità del CFO, che condivide con il CEO, vi è quella del mantenimento di una continua ed efficace comunicazione con gli azionisti. Il dialogo viene realizzato attraverso la partecipazione dei membri dell'*Unilever Leadership Executive* ad eventi, a conferenze e a chiamate dirette con gli *shareholders*. Durante il 2019 si sono tenuti alcuni incontri con gli azionisti per fornire loro informazioni e per ottenere un riscontro su diverse decisioni (relative a dividendi, operazioni di fusione e acquisizione e struttura di corporate governance). Viene richiesto loro un *feedback* sui risultati trimestrali del gruppo e sulle nuove politiche retributive redatte dal consiglio di amministrazione¹⁴⁶. In quest'ambito il Presidente del comitato delle remunerazioni svolge un ruolo di collegamento tra i due principali organi societari, portando in consiglio le preoccupazioni degli azionisti.

¹⁴⁶ Nel 2019 il Presidente del comitato per le retribuzioni Vittorio Colao ha portato in luce alcune preoccupazioni degli azionisti a riguardo della nuova *policy* sui livelli retributivi. Dopo averne discusso con il Consiglio di Amministrazione, Colao ha scritto direttamente agli azionisti per giustificare le modifiche apportate alle retribuzioni.

La comunicazione con gli investitori istituzionali più importanti viene effettuata su base continuativa. I singoli investitori privati hanno comunque la possibilità di far emergere i propri dubbi scrivendo all'e-mail istituzionale appositamente dedicata. Inoltre, gli azionisti possono sottoporre direttamente questioni al Presidente del *Board* e al Vice-Presidente e richiedere chiarimenti ai consiglieri esecutivi e ai Presidenti dei comitati durante il *General Meeting* annuale. Queste forme di partecipazione alle attività societarie mirano a ridurre la distanza tra coloro che sono interessati al conseguimento di risultati nell'immediato futuro e coloro che invece puntano alla creazione di valore nel lungo periodo.

Unilever N.V. e PLC tengono almeno un'assemblea generale degli azionisti all'anno. Durante quella di maggio 2019, tenutasi a Rotterdam, gli azionisti hanno sollevato il dibattito su alcuni temi: e-commerce, fusioni e acquisizioni, sostenibilità, retribuzioni, rendimento totale per gli azionisti, Brexit e protezione dei dati.¹⁴⁷ In linea generale, essi hanno la possibilità di proporre soluzioni alle problematiche rilevate se individualmente o congiuntamente raggiungono una quota rappresentativa del capitale sociale pari all'1% in Unilever N.V.. In Unilever PLC le deliberazioni possono essere proposte da un solo soggetto o da più persone quando detengono almeno il 5% dei diritti di voto complessivi oppure se vi è un gruppo di 100 azionisti che possiede una partecipazione al capitale con un valore medio di 100£.

Quando la percentuale di partecipazione al capitale sale al 10% gli azionisti di Unilever N.V. possono rivolgersi direttamente al Tribunale (al verificarsi di determinate condizioni) per richiedere la convocazione dell'assemblea generale in sede straordinaria. In Unilever PLC per definire una nuova riunione è sufficiente che a richiederla sia un numero di azionisti che detiene almeno il 5% del capitale emesso.

Il *General Meeting* degli azionisti del gruppo del 29 e del 30 aprile 2020 ha avuto ad oggetto la discussione di 23 elementi, tra i quali: l'approvazione del bilancio, la rielezione di alcuni membri del Consiglio di Amministrazione e la votazione del report sulle remunerazioni relativo al 2019. Tutte le questioni sono state approvate con un consenso medio del 98,43% in Unilever N.V. e del 98,55% in PLC. La percentuale rappresentativa del capitale emesso presente alla riunione di Unilever N.V. è stata del 61,28%.

¹⁴⁷ UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*. p.55.

2.2.7. La relazione con la forza lavoro

Per assicurare continuità al successo aziendale, il Gruppo deve potersi affidare a dipendenti competenti e talentuosi. I cambiamenti dell'ambiente esterno dimostrano la necessità di avere un organico adeguato per riuscire efficacemente nell'adattamento. Pertanto la società ha avviato internamente un processo di valutazione delle prestazioni dei dipendenti alla luce di determinati parametri (comportamenti, professionalità e competenze) per rilevare eventuali carenze. Inoltre sono stati realizzati dei programmi per attirare nuovi talenti e per sviluppare le conoscenze dei lavoratori già inseriti nel sistema aziendale, con il fine di migliorare e riqualificare il personale per i ruoli futuri.

La forza lavoro di Unilever viene attentamente coinvolta nei processi societari. La responsabilità che deriva dal suo coinvolgimento è condivisa tra tutti i membri non esecutivi del Consiglio di Amministrazione, che si fanno carico del dovere di interagire direttamente con i dipendenti. Ciò viene realizzato attraverso l'organizzazione di eventi, iniziative ed incontri regolari con il *Board* e visite del consiglio stesso presso i vari stabilimenti. In questo modo i lavoratori di ogni livello possono entrare in contatto con i vertici societari per discutere di questioni rilevanti e per esporre le proprie esigenze. Nel corso del 2019 si sono portati a termine positivamente quattro incontri tra i consiglieri privi del potere esecutivo ed un numero elevato di dipendenti, che comprendevano sia i nuovi assunti sia i lavoratori con un'esperienza ultraventennale in Unilever. Gli argomenti di discussione sono stati le prospettive lavorative, l'*Unilever Sustainable Living Plan*, i temi della diversità e dell'inclusione, l'imprenditorialità e le possibilità occupazionali. Le opinioni dei dipendenti sulle operazioni aziendali e sul gruppo sono state raccolte dal consiglio e considerate durante i processi decisionali.

Per capire come e quanto i dipendenti si sentano coinvolti nelle dinamiche societarie, Unilever ha raccolto i dati del sondaggio Univoice. Nel 2019 è stato registrato un tasso di risposta pari all'82%, in crescita rispetto agli anni precedenti e contenenti risultati positivi. Il Consiglio di Amministrazione esamina i risultati di Univoice ogni anno e effettua ogni mese sondaggi più rapidi per ottenere risposte in tempo reale su questioni chiave. L'accordo efficace tra la forza lavoro e i consiglieri può talvolta fornire nuovi spunti e offrire nuove prospettive di crescita.¹⁴⁸

¹⁴⁸ Nel momento in cui fu necessario definire la nuova strategia del gruppo, furono chieste ai lavoratori idee su come progettarela. Oltre 47.000 dipendenti, provenienti da circa 80 paesi, contribuirono con 2.100 idee ed altre 17.000 persone espressero una preferenza tra le alternative proposte. Tre di queste idee furono effettivamente finanziate da Unilever.

Le società di Unilever nel Regno Unito tendono a mantenere formali i rapporti con i propri dipendenti e i loro rappresentanti. Quest'ultimi si riuniscono annualmente in un forum consultivo, durante il quale vengono discusse le questioni relative agli stabilimenti di Unilever del territorio. Per determinati siti aziendali, Unilever prevede la contrattazione collettiva e si impegna con i propri dipendenti tramite il *Sourcing Unit Forum*, che offre rappresentanza a tre sindacati riconosciuti. Inoltre da un po' di tempo esiste un *Works Council* europeo, che include rappresentanti sia dei lavoratori sia del gruppo dirigenziale, che si occupa di argomenti che superano i confini britannici.

2.2.8. I tratti distintivi di Unilever

Grazie all'esistenza di due società capogruppo, il Gruppo Unilever è riuscito a tessere relazioni proficue con tutte le categorie di *stakeholders* delle sue aree geografiche di riferimento. Le sei categorie più importanti sono individuate nei consumatori, nella forza lavoro, nei clienti, negli azionisti, nella società e, in generale, nel pianeta. Il fulcro del *business model* di Unilever sono proprio le tematiche collegate agli *stakeholders*, che rendono la struttura riconducibile al sistema renano di corporate governance. Da sottolineare è il ruolo attivo e partecipe dei dipendenti, i quali hanno il potere di avanzare proposte per il miglioramento degli aspetti della gestione direttamente ai vertici societari. In cambio di questo contributo la società offre opportunità per la crescita professionale e percorsi di carriera per i lavoratori più talentuosi.

Presentando legami sia con il territorio olandese sia con quello del Regno Unito, la struttura di Unilever è influenzata dalle regolamentazioni e dalle caratteristiche tipiche delle società di entrambi i paesi. Come nelle organizzazioni di origine anglosassone, la partecipazione al capitale sociale del Gruppo Unilever è piuttosto diffusa. L'azionariato composto per la maggior parte da investitori istituzionali rientra comunque tra i tratti distintivi del modello di corporate governance prevalente in Olanda. A differenza di quanto accade più frequentemente in quest'ultima nazione, Unilever ha optato per il *one-tier system*. Questa scelta ha apportato flessibilità operativa e decisionale. Un solo consiglio che assolve ai compiti derivanti dal potere esecutivo e alla funzione di controllo ha snellito la complessa struttura del gruppo.

Il *Board* è caratterizzato da un'elevata diversità in termini di nazionalità, di genere e di bagaglio esperienziale, in linea con quanto previsto dalle *best practices* olandesi. Il CEO e il CFO sono motivati nel raggiungere i migliori risultati economici di breve e lungo periodo, sia attraverso il controllo dei membri non esecutivi sia grazie al collegamento di alcuni elementi della loro retribuzione con la performance societaria. L'indipendenza di cui godono i

consiglieri non esecutivi minimizza il rischio che i membri esecutivi perseguano interessi di tipo personale e favorisce la convergenza tra le finalità societarie e quelle degli azionisti.

2.3. Gli *Stakeholders models* di Heineken e Unilever a confronto

I sistemi di corporate governance delle società Heineken e Unilever, analizzate nei paragrafi precedenti, denotano la condivisione di alcuni principi di base. Entrambi presentano infatti caratteristiche tipiche del modello renano, come i meccanismi di codeterminazione che coinvolgono i dipendenti e il coinvolgimento degli *stakeholders* nei processi aziendali. Negli ultimi anni il contesto dei paesi dell'Europa Occidentale in tema di corporate governance è notevolmente mutato. Oggi le scelte societarie vengono ponderate sia sul piano economico che su quello della sostenibilità, vi è un maggiore attivismo dei soggetti esterni ed è aumentata la regolamentazione. Sulla scia di questi sviluppi sono stati aggiornati i principi e le *best practices* dei codici di corporate governance delle nazioni europee. I gruppi Heineken ed Unilever, che si sono entrambi conformati al codice olandese, hanno dedicato approfondimenti agli aspetti sociali ed ambientali ed hanno definito una strategia sostenibile per la creazione di valore a lungo termine.

Nonostante gli aspetti in comune, le strutture delle due organizzazioni sono diverse. Heineken N.V. ha optato per un *two-tier system*, mentre Unilever ha preferito il sistema monistico. Nella prima società, il problema d'agenzia tra azionisti e organo esecutivo viene risolto con la presenza del consiglio di sorveglianza, il quale è chiamato a controllare l'operato dell'*Executive Board*. Come succede in molte realtà olandesi, il consiglio di gestione di Heineken è composto da soli due membri esecutivi: il CEO e il CFO. Anche nel Gruppo Unilever i consiglieri esecutivi del *Board* sono solamente due.

Gli attuali CEO di Unilever ed Heineken hanno recentemente assunto l'incarico, precisamente nel 2019 e nel 2020. Nel caso di Heineken però la durata dei mandati dei componenti dei consigli è mediamente più lunga. Quest'affermazione è dimostrata da due situazioni: il precedente CEO è rimasto in carica per quasi vent'anni e i membri del *Supervisory Board* hanno registrato una carica della durata media di 10,7 anni. Alcuni membri, per effetto dell'esistenza di un legame parentale con la famiglia Heineken, permangono all'interno dei *Boards* anche se vengono superati i limiti imposti dai principi di corporate governance. Nel Gruppo Unilever invece la durata degli incarichi non supera in media i 5 anni. Questi approcci differenti trovano giustificazione nel diverso peso attribuito al concetto di indipendenza. Con nomine ogni breve arco temporale, Unilever cerca di mantenere una certa distanza tra gli aspetti personali e societari, che potrebbero impattare nelle scelte dei consiglieri. Il benessere

del gruppo deve essere l'obiettivo principale degli organi aziendali. Nomine di breve durata potrebbero però determinare uno sguardo limitato sull'attività, portando a preferire ottimi risultati nell'immediato a scapito di quelli di lungo termine. Per questo motivo e per assicurare il bilanciamento dei vari interessi, vi sono 11 membri non esecutivi all'interno del Consiglio di Amministrazione.

Il progetto di Heineken si basa invece su principi e visioni differenti. Il controllo familiare viene visto come l'unica strategia per conseguire il massimo valore per gli azionisti e per l'organizzazione. La volontà di mantenere affetti familiari o persone con legami con il cognome Heineken può limitare la concreta assunzione delle responsabilità del consiglio di sorveglianza.

Per quanto riguarda la composizione dei consigli, le due società presentano un'elevata varietà in termini di nazionalità e competenze dei membri. Inoltre, come dimostrato in Tabella 7, la rappresentanza femminile supera il limite legale olandese, stabilito nel 30% dei componenti degli organi societari. A differenza di Unilever, però, in Heineken una donna detiene anche il potere esecutivo, essendo la CFO del gruppo.

I *Boards* hanno istituito quattro (Unilever) e cinque (Heineken) comitati aziendali, per ottenere assistenza su specifiche tematiche. I comitati aziendali con le medesime funzioni, presenti in entrambi i gruppi, sono il comitato per le nomine, per le remunerazioni e di audit. Gli ultimi due si sono riuniti con maggiore frequenza in Unilever, contando rispettivamente due e tre incontri in più rispetto ad Heineken.

Un'altra differenza importante tra le due società riguarda le caratteristiche della compagine azionaria. Unilever, avendo una holding con sede nel Regno Unito, ha subito l'influenza del mondo anglosassone. Il capitale sociale emesso è frazionato tra una moltitudine di azionisti, le partecipazioni più elevate non superano il 5% e sono detenute principalmente da investitori istituzionali. Dall'altro lato, invece, la struttura proprietaria di Heineken può essere considerata più concentrata. La Heineken Holding N.V. controlla la società Heineken N.V. (con una partecipazione del 50,005%), mentre l'8,63% è detenuto da una società che ha legami con il gruppo e solamente la restante parte è collocata presso il pubblico.

Le ideologie, le strategie e i valori dei *business models* dei due gruppi sono differenti ed entrambi sono stati in grado di esprimere efficacemente la loro filosofia e la loro cultura aziendale nei meccanismi di corporate governance creando due modelli di successo.

| | Heineken | Unilever |
|--|---|---|
| Numero di Executive directors | 2 | 2 |
| Numero di Non-Executive directors nel Board | 0 | 11 |
| Durata della carica di CEO (2019) | 19 anni | 1 anno |
| Durata della carica di CFO (2019) | 5 anni | 4,25 anni |
| Durata media dei mandati dei membri del consiglio di sorveglianza (2019) | 10,7 anni | - |
| Membri dell'Executive Team | 11 | 11 |
| Età media dei consiglieri esecutivi (in carica nel 2020) | 49 anni | 54 anni |
| Età media dei membri del consiglio di sorveglianza | 62,1 anni | - |
| Rappresentanza femminile nel consiglio di gestione | 50% | 38,46% |
| Rappresentanza femminile nell'Executive Team | 9,09% | 36,36% |
| Numero di comitati | 5 | 4 |
| Numero di riunioni dei comitati per le nomine, per le remunerazioni e di audit | 4, 3, 4 | 4, 5, 7 |
| Componente fissa (salario base) del CEO e del CFO in milioni di euro nel 2019 | € 1.250 - € 850 | € 1.450 - € 1.103 |
| Retribuzione complessiva del CEO e del CFO in milioni di euro nel 2019 | € 9.588 - € 4.437 | € 4.347 - € 3.737 |
| Tipologia di azionariato | Concentrato. 50,005% di Heineken Holding N.V. | Diffuso. Presenza di molti investitori istituzionali. |
| Percentuale del capitale emesso presente all'Annual General Meeting del 2020 | 88,42% | 61,28% |

Tabella 7: Dati ed informazioni dei gruppi Heineken e Unilever a confronto.

Fonti: HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*; <https://www.theheinekencompany.com/>; UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*; <https://www.unilever.com/>.

CONCLUSIONE

La corporate governance rappresenta un tema in continua evoluzione, su cui sono ancora incentrati molti dibattiti. Uno su tutti è quello relativo all'ipotesi di convergenza tra i principali modelli di corporate governance. L'adozione di leggi e principi internazionalmente accettati favorisce questa tendenza, in quanto contribuisce a diminuire le differenze tra i sistemi di governo d'impresa dei diversi paesi nel mondo. Tuttavia gli aspetti formali del processo di uniformazione si scontrano con quelli funzionali ed operativi. Le nazioni mostrano una certa resistenza nel modificare l'impostazione strutturale originaria perché basata su valori e meccanismi che si sono radicati e rivelati di successo in passato. Ciò non toglie che i sistemi di governo delle società di un determinato territorio subiscano comunque l'influenza delle politiche di altri paesi. Questo accade anche nel modello di corporate governance olandese che, nonostante venga prevalentemente associato alla filosofia tedesca, presenta alcune somiglianze con le organizzazioni dei paesi latini e anglosassoni. Come la maggioranza delle organizzazioni dell'Europa continentale, le società dell'Olanda sono mediamente caratterizzate da una compagine azionaria concentrata e da un elevato grado di coinvolgimento degli *stakeholders* nelle dinamiche societarie. Rispetto al modello renano, le imprese olandesi preferiscono ricorrere al mercato dei capitali per finanziarsi, piuttosto che avvalersi degli istituti finanziari che rivestono un ruolo meno centrale nell'economia.

Per quanto riguarda il governo interno, a partire dal 2013 le società olandesi hanno la possibilità di optare per il *two-tier system* o per il *one-tier system*, maggiormente diffuso nei paesi di origine anglosassone. Per ciascun sistema il codice civile olandese prevede delle regole da rispettare, in particolare se si tratta di imprese di grandi dimensioni alle quali viene applicato lo *structured regime* (salvo eccezioni). Ad aggiungere principi di buona governance da seguire pensa il Codice di Corporate Governance olandese del 2016. Per le società che decidono di conformarsi, il codice stabilisce quali sono le modalità da seguire per progettare la strategia per la creazione di valore di lungo periodo, afferma l'importanza dell'elemento culturale nelle organizzazioni e fissa la composizione, i ruoli e le responsabilità dei principali organi societari.

Stando alle analisi realizzate nel Capitolo I del presente elaborato, il sistema di corporate delle società olandesi è prevalentemente caratterizzato da:

- Un consiglio di sorveglianza e un consiglio di gestione o un unico organo, che svolge sia la funzione di gestione che di controllo, con una dimensione media di circa 8 consiglieri, inferiore al valore medio europeo. La loro composizione assicura il rispetto del requisito di diversità stabilito dalle *best practices* in termini di genere, nazionalità, professione, grado di istruzione, esperienza e competenze. Entrando nei dettagli, in Olanda la rappresentanza femminile nei consigli non ha ancora completamente superato il vincolo del 30% fissato dal *Management and Supervision Act* del 2013;
- Un numero elevato di meccanismi di codeterminazione che rendono partecipi gli *stakeholders* alla vita societaria. Tra i diritti riconosciuti all'assemblea degli azionisti rientra quello di poter incidere sull'approvazione definitiva della proposta del comitato per la remunerazione sui livelli retributivi degli organi di vertice. I lavoratori dipendenti hanno invece la possibilità di attivarsi attraverso i comitati aziendali (*Works Councils*) e i sindacati;
- Comitati interni che facilitano lo svolgimento delle funzioni ai *Boards* e da un *external auditor*, ovvero un soggetto terzo indipendente incaricato della revisione e del controllo dei documenti finanziari.

Nel Capitolo II ho illustrato i meccanismi di governo di Heineken N.V. e del Gruppo Unilever, differenziate dalla scelta da parte della prima società del sistema dualistico e di quello monistico da parte della seconda. Dall'analisi si è notata una maggiore durata degli incarichi dei componenti dei consigli di Heineken, in virtù di legami parentali con la famiglia che ancora rimane a capo del gruppo. Unilever, che opera nel territorio olandese e del Regno Unito, ha invece una proprietà maggiormente frammentata (le quote più rilevanti del capitale sociale sono controllate da investitori istituzionali).

Nonostante le differenze tra le due organizzazioni, molti aspetti dei loro sistemi di corporate governance rispecchiano le caratteristiche descritte del modello olandese e di quello renano. Heineken e Unilever sono entrambe favorevoli all'apertura verso l'ambiente esterno ed valorizzano il contributo che gli *stakeholders* sono in grado di apportare alla vita societaria attraverso le loro iniziative.

Ciascun gruppo è rimasto comunque fedele ai propri principi e alla propria cultura, perché è ciò che li ha portati ad essere competitivi nel loro settore di appartenenza.

I tratti caratteristici e i valori delle due società traggono origine dal territorio in cui sono collocate. Essi sono difficilmente modificabili in quanto costituiscono le basi dei sistemi di corporate governance di molte altre realtà societarie. Per questo motivo risulta arduo pensare alla realizzazione di un unico modello che riesca ad essere valido in ogni situazione e in tutte le nazioni o che già esista un sistema migliore rispetto agli altri.

Si potrebbe pertanto continuare il processo di armonizzazione dal punto di vista normativo, soprattutto su tematiche delicate, cercando di assicurare allo stesso tempo libertà e diversità alle organizzazioni sulle decisioni per la realizzazione di un sistema di governo efficiente ed efficace.

BIBLIOGRAFIA

ADAMS, R.B., e FERREIRA, D. 2009. *Women in the boardroom and their impact on governance and performance*. Journal of Financial Economics. pp. 291-309. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>> [Data di accesso: 06/06/2020].

AKKERMANS, D., et al., 2007. *Corporate Governance in the Netherlands: An Overview of the Application of the Tabaksblat Code in 2004*. Corporate Governance: An International Review. 15(6). pp. 1106-1118. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00634.x>> [Data di accesso: 22/05/2020].

ALVARO, S., et al., 2014. *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*. CONSOB. Quaderni giuridici. Disponibile su <<http://www.consob.it/documents/11973/201676/qg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>> [Data di accesso: 08/05/2020].

AMINADAV, G., e PAPAIOANNOU, E., 2020. *Corporate Control around the World*. The Journal of Finance. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/jofi.12889>> [Data di accesso: 08/05/2020].

BECHT, M., e MAYER, C., 2002. *Corporate control in Europe*. Revue d'économie politique, Vol. 112, p. 471-498. Disponibile su <<https://www.cairn.info/revue-d-economie-politique-2002-4-page-471.htm>> [Data di accesso: 05/05/2020].

BERLE, A., e MEANS, G., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.

BEZEMER, P., et al., 2012. *The changing role of the supervisory board chairman: the case of the Netherlands (1997–2007)*. J Manag Gov, Volume 16, pp. 37–55. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10997-010-9128-3>> [Data di accesso: 04/04/2020].

BEZEMER, P.-J., et al., 2007. *Investigating the Development of the Internal and External Service Tasks of Non-executive Directors: The Case of the Netherlands (1997-2005)*. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00635.x>> [Data di accesso: 30/03/2020].

BOSETTI, L., 2017. *La corporate governance nell'Unione Europea: gli interventi di armonizzazione e best practices*. G Giappichelli Editore.

BRAUDEL, F., 1992. *Civilization and Capitalism, 15th-18th Century, Vol. II: The Wheels of Commerce*. Los Angeles: University of California Press.

CADBURY, A., 2002. *Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View*. Oxford: Oxford University Press.

CASCONE, C., 2015. *I MODELLI DI CORPORATE GOVERNANCE: Evoluzione e differenze a livello mondiale*. Relazione finale CLM. LUISS G. Carli, Dipartimento di Impresa e Management.

ÇELİK, S., e ISAKSSON, M., 2014. *Institutional investors and ownership engagement*. OECD Journal: Financial Market Trends. 2013/2. Disponibile su <<https://doi.org/10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc>> [Data di accesso: 29/04/2020].

CERNAT, L., 2004. *The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?*. Journal of European Public Policy. 11 (1). pp. 147-166. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/1350176042000164343>> [Data di accesso: 28/04/2020].

CHIRINKO, B., et al., 1999. *Firm Performance, Financial Institutions and Corporate Governance in the Netherlands*. CESifo Working Paper Series No. 210. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=272588>> [Data di accesso: 03/04/2020].

CLAESSENS, S, e YURTOGLU, B., 2013. *Corporate governance in emerging markets: A survey*. Emerging Markets Review, Vol. 15. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>> [Data di accesso: 02/05/2020].

COLLIER, P., ZAMAN, M., 2005. *Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept*. Corporate Governance: An International Review, 13: 753-768. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00468.x>> [Data di accesso: 08/04/2020].

CROMME, G., 2005. *Corporate Governance in Germany and the German Corporate Governance Code*. Corporate Governance: An International Review. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00430.x>> [Data di accesso: 01/05/2020].

- CUOMO, F., MALLIN, C., e ZATTONI, A., 2016. *Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda*. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 24, Issue 3, pp. 222-241. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=2769047>> [Data di accesso: 23/04/2020].
- DAVIES, P.L., e KLAUS J.H., 2013. *Corporate Boards in Europe—Accountability and Convergence*. *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 61, pp. 301- 375. Oxford University Press Stable. Disponibile su <https://www.jstor.org/stable/43668157> [Data di accesso: 20/05/2020].
- DE BIE, T., DE HAAN, L., 2007. *Market Timing and Capital Structure: Evidence for Dutch Firms*. *De Economist* 155, pp.183–206. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10645-007-9054-1>> [Data di accesso: 28/04/2020].
- DE GROOT, C., 2009. *Corporate governance as a limited legal concept*. European company law series, volume 4. Kluwer Law International B.V.: Alphen aan den Rijn.
- DE JONG, A., e RÖELL, A., 2005. *Financing and Control in The Netherlands: A Historical Perspective*. Disponibile su <<https://www.nber.org/chapters/c10275.pdf>> [Data di accesso: 07/05/2020].
- DE JONG, A., et al., 1998. *Ownership and Control in the Netherlands*. Disponibile su <<https://ris.utwente.nl/ws/portalfiles/portal/5131920/Jong99ownership.pdf>> [Data di accesso: 12/06/2020].
- DE JONG, A., et al., 2005. *The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands*. *Journal of Corporate Finance*. pp.473-503. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.01.002>> [Data di accesso: 12/05/2020].
- DE JONG, A., MERTENS, G., e ROOSENBOOM, P., 2006. *Shareholders' Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands*. *Journal of Management and Governance*. 10. 353-380. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10997-006-9006-1>> [Data di accesso: 10/06/2020].
- DE LA CRUZ, A., MEDINA, A., e TANG, Y., 2019. *Owners of the World's Listed Companies*. OECD Capital Market Series. Disponibile su <www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm> [Data di accesso: 29/04/2020].

DELOITTE, 2017. *The Annual Accounts in the Netherlands: A Guide to Title 9 of the Netherlands Civil Code*. Disponibile su <https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/audit/articles/annual-accounts.html> [Data di accesso: 03/06/2020].

DEUMES, R., 1995. *Voluntary Reporting on Internal Control by Listed Dutch Companies*. MARC Working Paper, pp. 1-33. Disponibile su [https://www.scirp.org/\(S\(vtj3fa45qm1ean45vvffcz55\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=376162](https://www.scirp.org/(S(vtj3fa45qm1ean45vvffcz55))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=376162) [Data di accesso: 01/04/2020].

DUFFHUES, P., REZAUL, K., 2008. *Is the Pay-Performance Relationship Always Positive? Evidence from the Netherlands*. *Journal of Multinational Financial Management*. Volume 18. Pp. 45-60. Disponibile su <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.02.004> [Data di accesso: 04/04/2020].

Dutch Civil Code. Book 2.

DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2008. *Dutch Corporate Governance Code 2008*. Disponibile su <https://www.mccg.nl/?page=4738> [Data di accesso: 27/05/20].

DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2016. *Dutch Corporate Governance Code 2016*. Disponibile su <https://www.mccg.nl/download/?id=3367> [Data di accesso: 27/05/20].

DUTCH CORPORATE GOVERNANCE CODE MONITORING COMMITTEE, 2016. *Revision of the Dutch Corporate Governance Code: An overview of the most important changes*. Disponibile su <https://www.mccg.nl/?page=4738> [Data di accesso: 27/05/2020].

EUMEDION, 2019. *Evaluation of the 2019 AGM season*. Disponibile su <https://en.eumedion.nl/> [Data di accesso: 07/06/2020].

FERREIRA, D., e KIRCHMAIER, T., 2013. *Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity*. Cambridge University Press. pp.191-224. Disponibile su <https://doi.org/10.1017/CBO9781139629126.004> [Data di accesso: 12/06/2020].

FRANKS, J. R., e MAYER, C., 2017. *Evolution of Ownership and Control Around the World: The Changing Face of Capitalism*. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 503/2017. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2954589>> [Data di accesso: 06/05/2020].

FULTON, L., 2015. *Worker representation in Europe*. Labour Research Department and ETUI. Disponibile su <<http://www.worker-participation.eu/National-Industrial-Relations>> [Data di accesso: 03/05/2020].

GELTER, M., 2017. *Employee Participation in Corporate Governance and Corporate Social Responsibility*. Disponibile su <http://ssrn.com/abstract_id=2798717> [Data di accesso: 01/04/2020].

GENCO, P., 2014. *Corporate Governance: sistemi e strutture di governo delle imprese*. Torino: G Giappichelli Editore.

GENNARI, F., 2015. *L'uguaglianza di genere negli organi di corporate governance*. Economia Ricerche. FrancoAngeli: Milano.

GERMANOVA, R., et al., 2015. *A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union*. Washington D.C.: World Bank Group. Disponibile su <<http://documents.worldbank.org/curated/en/750681468001781687/A-guide-to-Corporate-Governance-practices-in-the-European-Union>> [Data di accesso: 23/04/2020].

GOODIJK, R., 2000. *Corporate Governance and Workers' Participation*. Corporate Governance: An International Review, Volume 8, pp. 303-310. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/1467-8683.00209>> [Data di accesso: 01/04/2020].

GROENEWALD, E., 2005. *Corporate Governance in the Netherlands: From the Verdam Report of 1964 to the Tabaksblat Code of 2003*. European Business Organization Law Review 6. pp.291-311. Disponibile su <<https://doi.org/10.1017/S1566752905002910>> [Data di accesso: 30/05/2020].

HAXHI, I., e AGUILERA, R.A., 2014. *Corporate governance through codes*. 3rd Edition. In C. Cooper (Ed.) Wiley Encyclopedia of Management. International Management. Wiley-Blackwell. Disponibile su <<https://www.researchgate.net/publication/265966225>> [Data di accesso: 23/04/2020].

HEEMSKERK, E.M., MOKKEN, R.J., e FENNEMA, M., 2003. *From Stakeholders to Shareholders. Corporate Governance Networks in the Netherlands 1976-1996*. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=411580>> [Data di accesso: 19/05/2020].

HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report*. Disponibile su <<https://www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance>> [Data di accesso: 06/05/2020].

HEIDRICK & STRUGGLES, 2019. *Board Monitor Europe 2019*. Disponibile su <https://www.heidrick.com/Knowledge-Center/Publication/Board_Monitor_Europe_2019> [Data di accesso: 14/06/2020].

HEINEKEN N.V., 2017. *Regulations for the Supervisory Board of Heineken N.V.*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/supervisory-board>> [Data di accesso: 02/08/2020].

HEINEKEN N.V., 2020. *Annual Report 2019*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/results-reports-webcasts-and-presentations>> [Data di accesso: 01/08/2020].

HEINEKEN N.V., 2020. *Code of Conduct*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/our-company/how-we-run-our-business/code-conduct>> [Data di accesso: 01/08/2020].

HEINEKEN N.V., 2020. *Remuneration report 2019*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/remuneration>> [Data di accesso: 10/08/2020].

HEINEKEN N.V., 2020. *Supervisory Board remuneration policy*. Disponibile su <<https://www.theheinekencompany.com/investors/governance/remuneration>> [Data di accesso: 04/08/2020].

HOGAN LOVELLS, 2012. *The Act on management and supervision of NV and BV companies*. Disponibile su <<https://www.lexology.com/>> [Data di accesso: 03/06/2020].

HOOGHMSTRA, R., 2012. *What determines the informativeness of firms' explanations for deviations from the Dutch corporate governance code?*. Accounting and Business Research. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/00014788.2011.600630>> [Data di accesso: 26/05/2020].

HOPT, K.J., 2001. *Modern Company Law Problems: A European Perspective Keynote Speech*. OECD. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1857275.pdf>> [Data di accesso: 22/04/2020].

ICKE, B.L., MOKKEN, R.J., e SCHIJF, H., 1997. *Technologie en management*. Amsterdam: Het Spinhuis.

INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, 2017. *Global Governance Principles*. 5th Edition. Disponibile su <http://icgn.flpbks.com/icgn_global_governance_principles/> [Data di accesso: 21/04/2020].

INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, 2020. *The Board's Role to Oversee Culture*. ICGN Viewpoint. Disponibile su <<https://www.icgn.org/boards-role-oversee-culture>> [Data di accesso: 21/04/2020].

JACKSON, G., 2005. *Continuity and change in corporate governance: comparing Germany and Japan*. Blackwell Publishing Ltd: Oxford. Disponibile su <https://www.academia.edu/1019349/Continuity_and_change_in_corporate_governance_comparing_Germany_and_Japan> [Data di accesso: 02/05/2020].

JARA-BERTIN, M., LÓPEZ-ITURRIAGA, F.J., e LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó., 2011. *Does the influence of institutional investors depend on the institutional framework? An international analysis*. Applied Economics. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2010.502112>> [Data di accesso: 02/05/2020].

KAARLS, A., e POPPEMA, D., 2019. *Netherlands: Corporate Governance 2019*. Houthoff. Disponibile su <<https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/netherlands>> [Data di accesso: 31/05/2020].

KIM, K.A., KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, P., e NOFSINGER, J.R., 2007. *Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from*

Europe. *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, pp.859-880. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.09.001>> [Data di accesso: 25/05/2020].

KLEIPOOL, R., VAN OLFFEN, M., e ROELVINK, B., 2018. *Corporate Governance in the Netherlands: A practical guide to the new Corporate Governance Code*. The Hague: Eleven International Publishing.

KUC, J., e SZOLC, M., 2014. *One-tier v. two-tier board in public companies – Dutch and Polish perspective. Comparative analysis*. University of Warsaw Journal of Comparative Law. pp. 149-161. Disponibile su <https://www.academia.edu/19964460/One-tier_v._two-tier_board_in_public_companies_-_Dutch_and_Polish_perspective._Comparative_analysis> [Data di accesso: 30/05/2020].

LA PORTA, R., et al., 1996. *Law and Finance*. NBER Working Paper n. w5661. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=7788>> [Data di Accesso: 25/04/2020].

LA PORTA, R., et al., 1999. *Investor protection and corporate governance*. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=183908>> [Data di accesso: 04/04/2020].

LICHT, A.N., GOLDSCHMIDT, C., e SCHWARTZ, S.H., 2005. *Culture, Law, and Corporate Governance*. *International Review of Law and Economics*. Volume 25, Issue 2, Pages 229-255. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.irl.2005.06.005>> [Data di accesso: 25/04/2020].

LIU, R., 2014. *Determinants of capital structure: Evidence from the listed firms in the Netherlands*. University of Twente. Disponibile su <https://essay.utwente.nl/65418/11/Liu_BA_MB.pdf> [Data di accesso: 28/04/2020].

LÜCKERATH-ROVERS, M., 2013. *Women on boards and firm performance*. *J Manag Gov* 17, 491–509. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10997-011-9186-1>> [Data di accesso: 04/04/2020].

MAASSEN, G.F., 2002. *An International Comparison of Corporate Governance Models: A Study on the Formal Independence and Convergence of One-tier and Two-tier Corporate Boards of Directors in the Unites States of America, the United Kingdom and the Netherlands*. 3° ed. Amsterdam: Spencer Stuart.

MAHER, M.E., e ANDERSSON, T., 2000. *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. OECD. Disponibile su <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>> [Data di accesso: 21/04/2020].

MARINOVA, J., PLANTENGA, J., e REMERY, C., 2016. *Gender diversity and firm performance: evidence from Dutch and Danish boardrooms*. *The International Journal of Human Resource Management*. Volume 27, No.15, pp. 1777-1790. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>> [Data di accesso: 28/04/2020].

MARTÍN, C.J.G., e HERRERO, B., 2018. *Boards of directors: composition and effects on the performance of the firm*. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1015-1041. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/1331677X.2018.1436454>> [Data di accesso: 05/06/2020].

MEDCRAFT, G., 2018. *Ownership structure in publicly listed equity capital markets – observations and issues*. OECD. European Corporate Governance Institute Annual members meeting. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/competition/ownership-structure-in-publicly-listed-equity-capital-markets-ecgi-conference.pdf>> [Data di accesso: 30/04/2020].

MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE, 2017. *Final Document Van Mannen Committee*. Disponibile su <<https://www.mccg.nl/?page=5787>> [Data di accesso: 28/05/2020].

MONITORING COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE CODE, 2019. *Monitoring Report on the 2018 Financial Year*. Disponibile su <[https://www.mccg.nl/monitoring-report-2019-\(financial-year-2018\)](https://www.mccg.nl/monitoring-report-2019-(financial-year-2018))> [Data di accesso: 29/05/2020].

MONKS, R.A.G., e MINOW, N., 2011. *Corporate Governance*. 5° ed.. Chichester: John Wiley and Sons Ltd..

MUELLER, D.C., 2006. *The Anglo-Saxon Approach to Corporate Governance and its Applicability to Emerging Markets*. *Corporate Governance: An International Review*, 14: 207-219. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00503.x>> [Data di accesso: 08/04/2020].

MULHERIN, J.H., e POULSEN, A.B., 1998. *Proxy contests and corporate change: implications for shareholder wealth*. *Journal of Financial Economics*. Disponibile su <[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00046-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00046-9)> [Data di accesso: 29/04/2020].

NESTOR, S., e THOMPSON, J.K., 2000. *Corporate Governance patterns in OECD economies: is convergence under way?*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1931460.pdf>> [Data di accesso: 25/04/2020].

OECD, 2004. *Corporate Governance: a survey on OECD countries*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/21755678.pdf>> [Data di accesso: 22/04/2020].

OECD, 2011. *The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance*. Corporate Governance, OECD Publishing. Disponibile su <<https://doi.org/10.1787/20776535>> [Data di accesso: 29/04/2020].

OECD, 2012. *Board Member Nomination and Election*. OECD Publishing. <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264179356-en>> [Data di accesso: 02/06/2020].

OECD, 2012. *Corporate Governance, Value Creation and Growth: The Bridge between Finance and Enterprise*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/50242938.pdf>> [Data di accesso: 22/04/2020].

OECD, 2015. *Growth Companies, Access to Capital Markets and Corporate Governance*. OECD Report to G20. Disponibile su <<http://www.oecd.org/corporate/capital-markets/>> [Data di accesso: 30/04/2020].

OECD, 2019. *OECD Corporate Governance Factbook 2019*. Disponibile su <www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm> [Data di accesso: 22/04/2020].

ORGANISATION FOR CO-OPERATION AND DEVELOPMENT, 2004. *Corporate governance in Eurasia: A Comparative Overview*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33970662.pdf>> [Data di accesso: 22/04/2020].

OZDORA-AKSAK, E., FERGUSON, M.A. E DUMAN, S.A., 2015. *Corporate social responsibility and CSR fit as predictors of corporate reputation: A global perspective*. Public Relations Review. 42. Disponibile su <<https://doi.org/10.1016/j.pubrev.2015.11.004>> [Data di accesso: 01/04/2020].

- PAOLINI, A., 2014. *Research Handbook on Directors Duties*. Edward Elgar Publishing.
- PROWSE, S., 1995. *Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the US, UK, Japan and Germany*. Financial Markets and Institutions. Disponibile su <<https://www.bis.org/publ/econ41.pdf>> [Data di accesso: 29/04/2020].
- RAAIJMAKERS, G., e RUTTEN, S., 2019. *Corporate leadership in Netherlands*. NautaDutilh. The Law Reviews. Disponibile su <<https://www.lexology.com/>> [Data di accesso: 03/06/2020].
- RANDALL, T.S., e VAN DER ELST, C., 2015. *Say on Pay Around the World*. Vanderbilt Law and Economics Research Paper 14-10. Washington University Law Review. No. 653. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=2401761>> [Data di accesso: 30/05/2020].
- RENAUD, S., 2007. *Dynamic Efficiency of Supervisory Board Codetermination in Germany*. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-9914.2007.00387.x>> [Data di accesso: 02/05/2020].
- RENDERS, A., e GAEREMYNCK, A., 2012. *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies*. Corporate Governance: An International Review. Disponibile su <<https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>> [Data di accesso: 28/04/2020].
- SALERNO, M.E., 2013. *Il rapporto banca-industria nella nuova disciplina di vigilanza in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari*. IANUS Diritto e Finanza(9). pp. 265-313. Disponibile su <https://www.rivistaianus.it/numero_09/07_salerno.pdf> [Data di accesso: 09/05/2020].
- SASAN, M., MORADI, M., E ESKANDAR, H., 2014. *Corporate Governance: Convergence v.s Divergence*. British Journal of Economics, Finance and Management Sciences. Vol. 9 (1). Disponibile su <https://www.academia.edu/39133738/Corporate_Governance_Convergence_v_s_Divergence> [Data di accesso: 02/05/2020].
- SCHUIT, R.S., 2002. *Corporate law and practice of the Netherlands. Legal, Works Councils and Taxation*. The Hague: Allen & Overy c/o Kluwer Law International. 2° ed.

SCHUURBIERS, D., OSSEWEIJER, P., e KINDERLERER, J. 2009. *Implementing the Netherlands code of conduct for scientific practice-a case study*. *Sci Eng Ethics* 15, pp.213–231. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s11948-009-9114-9>> [Data di accesso: 04/04/2020].

SELDESLACHTS, J., NEWHAM, M., e BANAL-ESTANOL, A., 2017. *Changes in common ownership of German companies*. DIW Berlin. *DIW Economic Bulletin*. 7 (30). Disponibile su <https://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.562469.de/diw_econ_bull_2017-30-1.pdf> [Data di accesso: 04/05/2020].

SOCIAAL-ECONOMISCHE RAAD, 2019. *Works Councils Act*. Disponibile su <<https://www.ser.nl/-/media/ser/downloads/engels/2019/works-councils-act.pdf>> [Data di accesso: 12/07/2020].

SOLTANI, B., MAUPETIT, C., 2015. *Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes*. *J Manag Gov* 19, 2. pp.59–284. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s10997-013-9259-4>> [Data di accesso: 04/04/2020].

UNILEVER, 2018. *Remuneration policy*. Disponibile su <www.unilever.com/remuneration-policy> [Data di accesso: 01/09/2020].

UNILEVER, 2020. *Annual Report and Accounts 2019*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/investor-relations/annual-report-and-accounts/archive-of-annual-report-and-accounts/>> [Data di accesso: 27/08/2020].

UNILEVER, 2020. *Code of Business Principles and Code Policies*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/about/who-we-are/our-values-and-principles/business-integrity/>> [Data di accesso: 28/08/2020].

UNILEVER, 2020. *The Governance of Unilever*. Disponibile su <<https://www.unilever.com/investor-relations/agm-and-corporate-governance/our-corporate-governance/>> [Data di accesso: 29/08/2020].

VAN BEKKUM, J., et al., 2010. *Corporate Governance in the Netherlands*. International Congress on Comparative Law. Washington. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1507633>> [Data di accesso: 18/05/2020].

VAN DER ELST, C., e LAFARRE, A., 2017. *Shareholder voice on executive pay: A decade of Dutch say on pay*. European Business Organization Law Review, 18(1), 51-83. Disponibile su <<https://doi.org/10.1007/s40804-017-0065-3>> [Data di accesso: 03/06/2020].

VAN DER ELST, C., e LAFARRE, A., 2020. *Shareholder Stewardship in the Netherlands: The Role of Institutional Investors in a Stakeholder Oriented Jurisdiction*. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=3539820>> [Data di accesso: 26/05/2020].

VAN DER GIESSEN, F., e MANSCHOT, D., 2017. *The Annual Accounts in the Netherlands - A guide to Title 9 of the Netherlands Civil Code - for financial years starting on or after 1 January 2017*. Deloitte. Disponibile su <<https://www2.deloitte.com/nl/nl/pages/audit/articles/annual-accounts.html>> [Data di accesso: 02/06/2020].

VAN EES H., e POSTMA, T.,J., 2004. *Dutch Boards and Governance: A Comparative Institutional Analysis of Board Roles and Member (S)election Procedures*. International Studies of Management & Organization, Volume 34, number 2, pp.90-112. Disponibile su <<https://doi.org/10.1080/00208825.2004.11043702>> [Data di accesso: 28/04/2020].

VAN EES, H., GABRIELSSON, J., e HUSE, M., 2009. *Toward a Behavioral Theory of Boards and Corporate Governance*. Corporate Governance: An International Review. pp. 307-319. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1416359>> [Data di accesso: 25/04/2020].

VAN EES, H., VAN DER LAAN, G., e POSTMA, T.J.B.M., 2008. *Effective board behavior in The Netherlands*. European Management Journal. Volume 26, pp.84-93. Disponibile su <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0263237308000029>> [Data di accesso: 30/03/2020].

VAN VEEN, K., e ELBERTSEN, J., 2008. *Governance Regimes and Nationality Diversity in Corporate Boards: A Comparative Study of Germany, the Netherlands and the United Kingdom*. Corporate Governance: An International Review. 16(5). pp. 386-399. Disponibile su <<https://ssrn.com/abstract=1285252>> [Data di accesso: 16/05/2020].

VAN VLIET, L., 2014. *The Netherlands - New Developments in Dutch Company Law: The "Flexible" Close Corporation*. Journal of Civil Laws Studies. 7 (1). Disponibile su <<https://digitalcommons.law.lsu.edu/jcls/vol17/iss1/8>> [Data di accesso: 18/05/2020].

VAN ZANDEN J.L., 2005. *The Economic History of The Netherlands 1914-1995: A Small Open Economy in the 'Long' Twentieth Century*. Volume 1. New York: Routledge.

WEIL, GOTSHAL & MANAGES LLP, 2002. *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*. Disponibile su https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/comparative_study_eu_i_to_v_en.pdf >. [Data di accesso: 21/04/2020].

WEIL, GOTSHAL & MANGES LLP, 2015. *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice*. Disponibile su https://www.weil.com/~media/files/pdfs/international_governance_matrix_january_2015.pdf >. [Data di accesso: 21/04/2020].

WEIMER, J., e PAPE, J. 1999. *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*. Eindhoven: Technische Universiteit Eindhoven, BETA. Disponibile su <https://doi.org/10.1111/1467-8683.00143> > [Data di accesso: 21/04/2020].

WHITLEY, R., 1999. *Divergent Capitalisms: The Social Structuring and Change of Business Systems*. New York: Oxford University Press Inc..

WYMEERSCH, E., 2013. *European Corporate Governance Codes and their effectiveness*. OECD. In M. Belcredi & G. Ferrarini (Eds.), *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms* (International Corporate Law and Financial Market Regulation, pp. 67-142). Cambridge: Cambridge University Press. Disponibile su <https://doi.org/10.1017/CBO9781139629126.002> > [Data di accesso: 04/04/2020].

ZATTONI A., 2015. *Corporate Governance*. EGEA. Milano.

ZEFF, S. A., VAN DER WEL, F., e CAMFFERMAN, C. 2016. *Company Financial Reporting: A Historical and Comparative Study of the Dutch Regulatory Process*. Routledge revivals. Routledge: New York.

SITOGRAFIA

<http://www.developmentwork.net/chapter-8-two-tier-board-attributes-netherlands/251-82-corporate-governance-in-the-netherlands->

<http://www.dutchcivillaw.com/>

<http://www.oecd.org/corporate/>

http://www.treccani.it/enciclopedia/imprese-europee_%28Enciclopedia-delle-scienze-sociali%29/

<https://data.worldbank.org/>

https://ec.europa.eu/info/index_en

<https://ecgi.global/>

<https://en.eumedion.nl/>

<https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>

<https://iclg.com/>

<https://imaa-institute.org/>

<https://nainetherlands.nl/en/business-code-of-conduct/>

<https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/en/>

<https://topforeignstocks.com/indices/components-of-the-dutch-aex-index/>

<https://www.cbs.nl/en-gb>

<https://www.corpgov.net/>

<https://www.corpgov.net/2020/03/investing-in-employee-ownership-more-from-share2020/>

<https://www.euronext.com/en/markets/amsterdam>

<https://www.heidrick.com/>

<https://www.icgn.org/>

<https://www.indexmundi.com/>

<https://www.sbr-nl.nl/sbr-international/governance>

<https://www.ser.nl/nl>

<https://www.theheinekencompany.com/>

<https://www.unilever.com/>

<https://www.worker-participation.eu/>