

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

SOSTENIBILITA' E STATUTI SOCIETARI: INQUADRAMENTO E PRIME ESPERIENZE

Massimo Belcredi

CONVEGNO *Successo sostenibile e statuti societari: Stato dell'arte e prospettive*

Milano, 22 maggio 2023

Perché questo convegno



- Inserimento della nozione di «successo sostenibile» nel Codice di corporate governance
 - Una nozione che viene da lontano: precedenti internazionali (disciplina e autodisciplina)
 - Peraltro, il Codice lascia agli emittenti la declinazione della definizione
 - E non formula – sostanzialmente – raccomandazioni specifiche

- Opportuno un momento di riflessione sul tema
 - La prassi mostra approcci differenti e possibile recepimento statutario
 - Prossima revisione del Codice?
 - Prossime novità normative a livello UE (in particolare progetto di Direttiva «*Due Diligence*»)

Ringraziamenti



- Uno speciale ringraziamento va agli Sponsor e ai Sostenitori del Centro, che hanno reso possibile questo convegno e le altre attività di Fin-Gov.



Il tema: «tenere conto» degli stakeholders?

- Crescente pressione sugli emittenti affinché «tengano conto» delle esigenze degli stakeholders
 - Stakeholders, ovviamente
 - Codici di autodisciplina
 - Normativa
 - *Executives* degli emittenti (es. *Business Roundtable*)
 - Gli stessi azionisti... (es. Blackrock)
- Grande è la confusione sotto il sole (Larcker-Tayan-Watts 2022)
 - *Stakeholder approach* come «superamento» dello *shareholder value*?
 - *There is no free lunch*
 - Che fare se interesse degli stakeholders è in conflitto con quello degli azionisti (beninteso in ottica di lungo periodo)?
 - Es. occupazione vs valore per azionisti
 - L'esperienza storica delle società a partecipazione pubblica non induce all'ottimismo («*an agent without a principal*», Aharoni 2010)
 - E che fare se interesse di vari stakeholders entrano in conflitto?
 - Es. occupazione vs. tutela ambientale o *climate change*?
 - Cresce lo spazio di discrezionalità del management/del Board

La sostenibilità nella legge/autodisciplina (1)

- L'approccio dei legislatori (e dei redattori dei Codici di autodisciplina) è assai prudente
- Lo shareholder value rimane prevalente. Es. *Section 172 Companies Act UK*:
 - «A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—
 - a. the likely consequences of any decision in the long term,
 - b. the interests of the company's employees,
 - c. the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,
 - d. the impact of the company's operations on the community and the environment,
 - e. the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and
 - f. the need to act fairly as between members of the company»
- Le decisioni degli amministratori, se prese in buona fede, sono tutelate dalla business judgment rule: non sono quindi – normalmente – reclamabili in giudizio da parte di azionisti e/o stakeholders
- È contemplata un'apertura su base volontaria a finalità più ampie:
 - «Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes»

La sostenibilità nella legge/autodisciplina (2)



- L' autodisciplina è coerente con tale *framework*: dialogo e *disclosure*, non obblighi
- Es. *UK CG Code 2018*:
 - «A successful company is led by an effective and entrepreneurial board, whose role is to promote the long-term sustainable success of the company, generating value for shareholders and contributing to wider society (...) In order for the company to meet its responsibilities to shareholders and stakeholders, the board should ensure effective engagement with, and encourage participation from, these parties.»
 - «The board should understand the views of the company's other key stakeholders and describe in the annual report how their interests and the matters set out in section 172 of the Companies Act 2006 have been considered in board discussions and decision-making. The board should keep engagement mechanisms under review so that they remain effective.»

La sostenibilità nella legge/autodisciplina (3)

- Francia:
 - *Art.1835 Code Civil «Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité»*
 - *Art.L210-10 «Une société peut faire publiquement état de la qualité de société à mission lorsque les conditions suivantes sont respectées:*
 - *1° Ses statuts précisent une raison d'être, au sens de l'article 1835 du code civil;*
 - *2° Ses statuts précisent un ou plusieurs objectifs sociaux et environnementaux que la société se donne pour mission de poursuivre dans le cadre de son activité;*
 - *3° Ses statuts précisent les modalités du suivi de l'exécution de la mission mentionnée au 2°. Ces modalités prévoient qu'un comité de mission»*
 - *Art. 5.1 Codice Afep-Medef: «Sur proposition de la direction générale, le conseil d'administration détermine des orientations stratégiques pluriannuelles en matière de responsabilité sociale et environnementale.»*
- Spagna:
 - *Art.529 ter Ley de sociedades de capital: attribuisce al CdA la responsabilità (indelegabile) di approvare il piano industriale e la «la política de responsabilidad social corporativa»*
 - *Codigo de buen gobierno: I temi di sostenibilità si aggiungono alla «imprescindible creación de valor» come fondamenti dell'attività di impresa*

La sostenibilità in Italia



- Italia:
 - Società retta nell'interesse dei soci
 - Codice CG riprende il modello dello UK Code: «successo sostenibile» = creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società
 - CdA persegue il successo sostenibile... con l'eventuale supporto di un comitato del quale l'organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni
 - Modello attenuato: Che significa sostenibilità? CdA determina funzioni del Comitato... Società diverse possono intendere sostenibilità in modo diverso
 - Ma almeno è previsto un meccanismo di governance trasparente: supporto del Comitato a decisioni del CdA

Sostenibilità tra mercato e responsabilità

- La pressione della normativa sugli emittenti è – per ora – limitata
 - Ma destinata a crescere (soprattutto su spinta del legislatore UE)
- Le pressioni di mercato e d’ambiente sollecitano gli emittenti a valutare l’assunzione di impegni ulteriori, per inviare al mercato e/o agli stakeholders segnali credibili di *commitment* a finalità ESG
 - Un possibile segnale è la modifica dello statuto
- Tali impegni possono comportare responsabilità maggiori nei confronti della società, dei soci e degli stakeholders
 - Es. UK CG Code: il Board deve «*describe in the annual report how their interests (...) have been considered in board discussions and decision-making*»
 - Tema centrale è la legittimazione attiva a proporre azioni di responsabilità (chi può proporla? In quali fattispecie?)
- Di qui l’opportunità di un’indagine-pilota sul tema (condotta con l’aiuto di Andrea Gagliardi, di Fin-Gov)
 - Analisi degli statuti diretta a verificare la presenza di clausole «di sostenibilità», la loro collocazione e il loro tenore letterale
 - Campione:
 - Tutte le società di diritto italiano quotate su Euronext Milan
 - Società europee appartenenti a Eurostoxx 50
 - Le 10 società a maggiore capitalizzazione quotate su LSE
 - Riferimento: statuti vigenti a gennaio 2023
 - Monitoraggio avvisi convocazione assemblee società italiane fino a ieri: no novità sostanziali
 - Obiettivo: fornire una tassonomia del fenomeno, a servizio di ulteriori analisi

La presenza di clausole di sostenibilità

- Analisi a largo spettro: qualsiasi clausola astrattamente riferibile a temi di sostenibilità
 - Riferimenti a successo sostenibile, attese stakeholders, temi socio-ambientali
 - Riferimenti a «scopo sociale», *corporate purpose*, *raison d'être* o dizioni simili
 - Connotazioni della società come società-benefit, *société à mission* e simili
- NO riferimenti in società UK: info demandata a CG Report
 - Coerentemente con approccio generale UK, che non obbliga a definire l'oggetto sociale
 - Section 31 Companies Act: "*Unless a company's articles specifically restrict the objects of the company, its objects are unrestricted*"

La presenza di clausole di sostenibilità

- Si riscontrano invece riferimenti in una minoranza di società ITA (28 casi = 13%) e EU (17 casi = 34%)

- Forti differenze tra Paesi latini e altri

Paese	Casi	Percentuale
BEL	1	0%
FIN	1	0%
FRA	15	60%
GER	15	20%
IRL	3	0%
ITA	3	67%
NL	8	0%
SPA	4	75%
Totale	50	34%

- Differenze spiegabili anche con diversa dimensione delle società (FTSE Mib = 28%; e in parte con il diverso mix settoriale) nei due campioni

	Media	Mediana
EU	77.606	58.745
ITA	2.322	0.324

FTSE MIB	28%
MID CAP	16%
SMALL CAP	8%
Totale	13%

Tipologie di clausole riscontrabili

- Riferimenti generici (successo sostenibile) vs specifici
 - Definizione di uno specifico scopo o obiettivo sociale (*purpose, raison d'être*)
 - Eventualmente accompagnato dall'identificazione come società-benefit
 - Definizione di specifici ambiti di attività riconducibili a temi socio-ambientali.
 - In particolare: attività rilevanti incluse nell'oggetto sociale
 - Es. produzione di energia da fonti rinnovabili, gestione del ciclo delle acque, raccolta e smaltimento rifiuti, difesa e recupero dell'ambiente e salvaguardia del territorio
 - 7 casi su 17 in EU, 14 casi su 28 in Italia
 - O riferimento a benefici per i territori d'origine (4 ex banche popolari):
 - «La Società accorda particolare attenzione alla valorizzazione delle risorse del territorio dove è presente tramite la rete distributiva propria e del Gruppo»
 - «Il CdA, previa deliberazione dell'Assemblea ordinaria, può destinare una quota dell'utile netto d'esercizio risultante dal bilancio approvato non superiore al 2,5% dell'utile a finalità di assistenza, beneficenza e pubblico interesse, da impiegare per sostenere iniziative connesse agli specifici territori di riferimento»
- Collocazione delle previsioni: oggetto sociale vs doveri degli amministratori
- Altri tipi di riferimenti
 - Temi di governance (es. previsione di Comitato per la Sostenibilità)
 - Obblighi di *disclosure* (es. riferimenti a Report di sostenibilità)

Obiettivi generici (ITA)

- Varie collocazioni, ma la sostanza è assai simile
 - Replica del *wording* del Codice CG, senza impegni specifici
- Oggetto sociale
 - «*La Società, con l'obiettivo di perseguire un successo sostenibile, ha per oggetto l'esercizio, diretto e/o indiretto, anche attraverso l'assunzione di partecipazioni in attività ed imprese, in Italia ed all'estero e/o attraverso le proprie controllanti, controllate e partecipate in Italia ed all'estero, di quanto segue:...*»
- Doveri degli amministratori
 - «*Il CdA (...) guida la Società perseguendo il successo sostenibile ai fini della creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli stakeholder rilevanti per la Società*»
- Variazioni sul tema (?)
 - «*Il CdA guida la società perseguendo il successo e la crescita sostenibile a beneficio degli azionisti*»

Obiettivi generici (EU)



- Collocamento tipicamente tra i doveri degli amministratori, particolarmente frequente in Francia
 - «The Board determines the orientations of the Company's activities and ensures their implementation, in line with its corporate interest, by taking into account the social and environmental stakes of its activity» (FRA)
 - «The board and its representative decision-making bodies shall exercise their powers and, in general, perform their duties guided by the corporate interest, understood as the achievement of a business that is profitable and sustainable over the long term and that promotes the continuity thereof and the maximisation of the value of the company.» (SPA)

Corporate purpose/obiettivi specifici (ITA)

- Formulazioni che prevedono impegni più specifici, con possibili ricadute su responsabilità amministratori
 - In realtà, grandi differenze tra una società e l'altra
- Esempi:
 - «La società, al fine di assicurare il governo integrato e il risparmio delle risorse naturali per la tutela ed il miglioramento della qualità ambientale nel territorio su cui opera, ha per oggetto...»
 - «La Società è orientata, oltre che alla sostenibilità economica, in una logica di medio-lungo periodo, al rispetto e alla tutela dell'ambiente e della biodiversità, alla conservazione delle specie e degli habitat, alla gestione oculata delle risorse, a beneficio della collettività e delle generazioni future, all'applicazione di sistemi all'avanguardia nel campo dell'agricoltura di precisione e in quello agro- industriale, investendo in tecnologie avanzate»
 - «La Società svolge attività d'impresa con la finalità di favorire la transizione energetica verso forme di utilizzo delle risorse e delle fonti di energia compatibili con la tutela dell'ambiente e la progressiva decarbonizzazione»

Corporate purpose/obiettivi specifici (EU)



- Non frequenti formulazioni che prevedono impegni specifici
- Unico esempio (salvo *société à mission*) è una società produttrice di energie rinnovabili:
 - «*The performance of the activities included in the corporate object (...) must be focused on the sustainable creation of value, in accordance with the Purpose and Values of the group and with the commitments made in its Code of Ethics.*
 - *The Company recognises and seeks to obtain a social dividend consisting of the direct, indirect or induced contribution of value of its activities for all Stakeholders, particularly through its contribution to the achievement of the Sustainable Development Goals (SDGs) approved by the United Nations and its commitment to best environmental, social and corporate governance (ESG) practices.*
 - *The statement of non-financial information formulated by the Board and approved by the General Shareholders' Meeting presents the Company's performance in the social, environmental and sustainability areas, as well as the social dividend generated and shared with its Stakeholders.*
 - *The Company shall promote the public dissemination of its non-financial information and of the social dividend generated, especially among its Stakeholders.» (SPA)*

Società *benefit* (ITA)

- Almeno in teoria, l'ultimo passo è la Società benefit
 - Forma assai poco diffusa nel listino principale

- Previsioni statutarie piuttosto variegate. Esempi:
 - *«La società intende perseguire una o più finalità di beneficio comune e operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente, nei confronti di persone comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e ad altri portatori di interesse.»*
 - Peraltro la società si premura di aggiungere che: *«Il presente paragrafo non modifica quanto previsto al successivo paragrafo», (attività comprese nell'oggetto sociale)»*

 - *«La Società persegue le seguenti finalità specifiche di interesse comune:*
 - *concorrere a creare e diffondere una cultura di attenzione all'ambiente, valorizzando il ricorso a fonti e modalità di produzione sostenibili e consapevoli;*
 - *promuovere, anche in collaborazione con altre entità, lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti tessili in grado di assicurare un utilizzo responsabile delle risorse;*
 - *concorrere a diffondere, più in generale, una responsabile gestione dell'impresa nell'ottica di ridurre l'impatto ambientale delle proprie attività, promuovere l'innovazione e la ricerca nel settore tessile e perseguire effetti positivi per l'intera collettività sociale.»*

Società con una *mission* definita (EU)

- *Société à mission* (FRA): anche qui previsioni piuttosto variegate
- Esempi:
 - *«The purpose of the Company is to bring health through food to as many people as possible. This purpose (...) reflects the strong belief that people's health and the planet's preservation are interconnected and should be at the core of a food company's strategy. This framework of action builds on decades of responsible business stewardship to serve a dual economic and social project.*
 - *In connection with its purpose, the Company defined strategic goals, aligned with the 2030 United Nations Sustainable Development Goals (...) to drive long-term sustainable value creation (...) the social and environmental objectives that the Company sets as its mission to pursue as part of its activities (...) are as follows (the "Mission"):*
 - *Impact people's health locally, with a portfolio of healthier products, with brands encouraging better nutritional choices and by promoting better dietary habits;*
 - *Preserve and renew the planet's resources, by supporting regenerative agriculture, protecting the water cycle and strengthening the circular economy of packaging, across its entire ecosystem, in order to contribute to the fight against climate change; Entrust employees to create new futures: building on a unique social innovation heritage, give each employee the opportunity to impact the decisions of the Company, both locally and globally;*
 - *Foster inclusive growth, by ensuring equal opportunities within the Company, supporting the most vulnerable partners in its ecosystem and developing everyday products accessible to as many people as possible.»*
 - *«The Board of Directors sets guidelines for the Company's activities and shall ensure their implementation, in accordance with its corporate interest, taking into account the social and environmental issues facing its business. It also takes into consideration, as appropriate, the Company's mission statement pursuant to Article 1835 of the French Civil Code. Subject to the powers expressly granted to the shareholders at Shareholders' Meetings, and within the limits of the corporate purpose, it addresses any issues relating to the Company's proper operation and settles the affairs concerning it through its resolutions».*
 - *Mission (peraltro non in statuto): «to represent the most refined qualities of Western "Art de Vivre" around the world»*

La diffusione delle clausole statutarie (ITA)

- Più frequenti in società grandi a proprietà pubblica, settore finanziario, energia e *utilities*
- Nel settore finanziario più frequente collocamento in oggetto sociale, negli altri, tra i doveri degli amministratori

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
FTSE MIB	28%	22%	6%
MID CAP	16%	11%	5%
SMALL CAP	8%	7%	2%
Totale	13%	10%	3%

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
FINANCIAL	21%	5%	16%
NON FINANCIAL	12%	11%	1%
Totale	13%	10%	3%

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
Family	5%	5%	0%
State	44%	37%	7%
Other	13%	8%	5%
Widely Held	25%	10%	15%
Totale	13%	10%	3%

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
AUTOMOBILES AND PARTS	20%	20%	0%
BANKS	46%	15%	31%
BASIC RESOURCES	25%	25%	0%
CHEMICALS	0%	0%	0%
CONSTRUCTION AND MATERIALS	0%	0%	0%
CONSUMER PRODUCTS AND SERVICES	0%	0%	0%
ENERGY	60%	60%	0%
FINANCIAL SERVICES	0%	0%	0%
FOOD, BEVERAGE AND TOBACCO	14%	14%	0%
HEALTH CARE	9%	9%	0%
INDUSTRIAL GOODS AND SERVICES	0%	0%	0%
INSURANCE	33%	0%	33%
MEDIA	0%	0%	0%
PERSONAL CARE, DRUG AND GROCERY	0%	0%	0%
REAL ESTATE	0%	0%	0%
RETAIL	0%	0%	0%
TECHNOLOGY	15%	8%	8%
TELECOMMUNICATIONS	0%	0%	0%
TRAVEL AND LEISURE	0%	0%	0%
UTILITIES	73%	73%	0%
Totale	13%	10%	3%

- Peraltro, escludendo le clausole di descrizione dell'attività compresa nell'oggetto sociale l'effetto dimensione sparisce, quello micro-settoriale e quello legato alla proprietà si attenuano

La diffusione delle clausole statutarie (EU)

- Più frequenti in settore non finanziario, energia e *utilities*
- Nei settori energia e *utilities* più frequente collocamento in oggetto sociale, nel settore finanziario tra i doveri degli amministratori

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
BEL	0%	0%	0%
FIN	0%	0%	0%
FRA	60%	27%	33%
GER	20%	13%	7%
IRL	0%	0%	0%
ITA	67%	67%	0%
NL	0%	0%	0%
SPA	75%	25%	50%
Totale	34%	18%	16%

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
FINANCIAL	22%	0%	22%
NON FINANCIAL	37%	22%	15%
Totale	34%	18%	16%

	Clausola statutaria	Scopo sociale	Doveri amm
AUTOMOBILES AND PARTS	0%	0%	0%
BANKS	20%	0%	20%
BASIC RESOURCES			
CHEMICALS	67%	33%	33%
CONSTRUCTION AND MATERIALS	50%	0%	50%
CONSUMER PRODUCTS AND SERVICES	40%	20%	20%
ENERGY	100%	100%	0%
FINANCIAL SERVICES	0%	0%	0%
FOOD, BEVERAGE AND TOBACCO	67%	67%	0%
HEALTH CARE	100%	33%	67%
INDUSTRIAL GOODS AND SERVICES	0%	0%	0%
INSURANCE	33%	0%	33%
MEDIA			
PERSONAL CARE, DRUG AND GROCERIES	0%	0%	0%
REAL ESTATE	0%	0%	0%
RETAIL	100%	0%	100%
TECHNOLOGY	0%	0%	0%
TELECOMMUNICATIONS	0%	0%	0%
TRAVEL AND LEISURE	0%	0%	0%
UTILITIES	100%	100%	0%
Totale	34%	18%	16%

- Escludendo le clausole di descrizione dell'attività compresa nell'oggetto sociale gli effetti settoriali si attenuano marginalmente

Una sintesi

- Approccio prudente dei legislatori nazionali
 - Creazione di valore per gli azionisti come finalità prevalente dell'impresa e bussola per gli amministratori
 - Alcuni Paesi lasciano maggiore spazio a definizione di finalità aggiuntive (*stakeholder approach*), la cui compatibilità con il principio del valore deve essere valutata caso per caso
 - Attenzione per gli stakeholders veicolata soprattutto attraverso i Codici CG
- Attenzione degli emittenti per il tema
 - Soprattutto attraverso *engagement* e ascolto stakeholders
 - Poche società hanno scelto di formulare previsioni a livello statutario
 - Soprattutto se si prescinde da mere descrizioni delle attività che costituiscono l'oggetto sociale
 - Prevalgono formulazioni generiche che tendono a ricalcare il *wording* dei Codici CG
 - Si tratta di affermazioni di principio che raramente appaiono atte a generare responsabilità degli amministratori per il mancato perseguimento di obiettivi di sostenibilità, soprattutto se essi fossero in conflitto con la finalità prevalente della creazione di valore per gli azionisti
 - Possono però comportare obblighi di *disclosure* (e responsabilità a ciò connesse)
- Un atteggiamento prudente appare giustificato, anche alla luce delle notevoli incertezze su prossime novità da parte del legislatore UE

Il progetto di Direttiva *Due Diligence* (1)

- Le società (al di sopra di certe soglie) dovranno:
 - “conduct human rights and environmental due diligence”
 - “have in place a due diligence policy that is updated annually”
 - “take appropriate measures to identify actual or potential adverse human rights and environmental impacts in their own operations, in their subsidiaries and at the level of their established direct or indirect business relationships in their value chain”
 - “take appropriate measures to prevent potential adverse impacts (PAIs) (...), or to adequately mitigate those impacts, where prevention is not possible”
 - “take appropriate measures to bring to an end actual adverse human rights and environmental impacts that they had or could have identified. Where an adverse impact (...) cannot be brought to an end, (...) companies minimise the extent of the impact”
 - “provide for the possibility to submit complaints to the company in case of legitimate concerns regarding those potential or actual adverse impacts, including in the company’s value chain.”
 - *Companies are required to grant this possibility to persons who are affected or have reasonable grounds to believe that they might be affected by an adverse impact, to trade unions and other workers’ representatives representing individuals working in the value chain concerned, and to civil society organisations active in the area concerned*
- Gli Stati Membri dovranno:
 - “designate one or more supervisory authorities to supervise compliance”
 - “lay down the rules on sanctions applicable to infringements”
 - *The sanctions provided for shall be effective, proportionate and dissuasive*

Il progetto di Direttiva *Due Diligence* (2)

- Vari Stati membri (es. Francia e Germania) hanno già adottato norme in materia di *Due Diligence* (Hopt 2023)
 - Benelux e Svezia potrebbero seguire a breve
- L'approccio UE sembra molto più ampio di quello dei legislatori nazionali (es. Germania limita *Due Diligence* a fornitori diretti, Olanda a lavoro minorile)
- Il dibattito continua, con posizioni divergenti tra Consiglio (più prudente) e Parlamento UE, che ha assunto posizioni favorevoli all'allargamento dello *scope* della Direttiva
 - Il Comitato Affari Legali ha votato (25 aprile u.s.) a favore dell'estensione della Direttiva alle società finanziarie
 - Voto in plenaria previsto il 1 giugno
- La vaghezza di molte definizioni suscita dubbi quanto alle possibili conseguenze della Direttiva,
 - tanto maggiori se la società ha adottato su base volontaria clausole statutarie che vincolano gli amministratori al perseguimento di finalità più ampie o differenti rispetto alla creazione di valore per gli azionisti
- Insomma, un approccio prudente sembra opportuno e gli emittenti sembrano esserne coscienti

Grazie per l'attenzione!

Prof. Massimo Belcredi
Ordinario di Finanza Aziendale
Direttore FIN-GOV
Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance
Università Cattolica del S.Cuore
Via Necchi, 7
20123 Milano
massimo.belcredi@unicatt.it