



di Livia Amidani Aliberti* e Alessandra Stabilini**

Governance all'Italiana dopo il DdL risparmio?

Premessa

La governance delle società italiane è negli ultimi anni migliorata molto. Si tratta di un miglioramento sostanziale: la trasparenza è aumentata, il corpo di regolamentazione normativa primaria sembra in linea con le migliori *practices* europee, è aumentata enormemente la sensibilità al problema.

Certo, rimangono molte ombre, aree di opacità, esagerazioni, formalismi.

Esempi? I Consigli di amministrazione composti da 20 + indipendenti, piuttosto che Amministratori indipendenti "opacamente" coniugi degli azionisti di maggioranza.

È sufficientemente condiviso che la *governance* crei valore (o lo distrugga). La relazione tra *governance* e valore non è di immediata dimostrazione e di facile modellizzazione, ma sicuramente gli strumenti di governo societario rientrano a pieno titolo tra le leve di creazione di valore a lungo termine. Quale è la strada migliore per promuovere meccanismi di *governance* più virtuosi, meno formali, più efficaci?

Cercheremo in questa nota di portare avanti possibili "proposte".

Il sistema di Governance

Nella *Figura 1*, introduciamo una schematizzazione del sistema di governance che mostra i vari soggetti coinvolti e che guiderà alcune riflessioni. Il sistema di governance è anche detto sistema di "*checks and balances*" in quanto, attraverso molteplici interrelazioni, coinvolge non solo la Società e i suoi organi ma tutti gli attori del mercato.

La cornice all'interno della quale opera questo sistema è definita dall'incrocio di normative primarie, regolamenti, autodisciplina rispetto ai quali svolgono

una funzione di supervisione le autorità e il "mercato". Quanto più il sistema è regolato da leggi tanto più sarà cogente e rigido ma anche "certo" e possibilmente prevedibile; in questo modello, la verifica dell'adozione di procedure adeguate e di comportamenti corretti sarà principalmente affidata alla vigilanza delle autorità, quindi con un maggior peso del sistema dei "controlli esterni" di natura istituzionale. Quanto più presente l'autodisciplina, tanto più il sistema sarà flessibile, capace di adeguarsi ai mutamenti, ma anche meno impositivo; il sistema "sanzionatorio" sarà attivato non tanto dalle "autorità" quanto dagli *stakeholders* e dagli investitori reputazionali, in una parola dal giudizio "del mercato".

NOTA

* Consulente di Corporate Governance, lavora con Governance Consulting (Milano) dove segue la Governance Academy, l'area di Studi e Ricerche e l'Assessment della C.G. per i clienti italiani ed esteri della Società. Ha lavorato in Consob nell'area Società ed è stata consulente di strategia e analista finanziario.

(lamidani.aliberti@governanceconsulting.com)

** Avvocato presso lo Studio legale NCTM (Milano), dove si occupa di diritto societario, dei mercati finanziari e della concorrenza. Master of Laws presso la University of Chicago, è ricercatrice di Diritto Commerciale presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Milano. (alessandra.stabilini@nctm.it)

¹ Interessante a riguardo l'affermazione contenuta nello *Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle* del 22 febbraio 2006: "...The Forum believes the corporate governance statement which explains the areas of compliance as well as the reasons for non-compliance, is the responsibility of the company's board for review and discussion with the shareholders. It therefore inclines to the view that regulatory authorities should limit their role to checking the existence of the statement, and to reacting to blatant misrepresentation of facts."

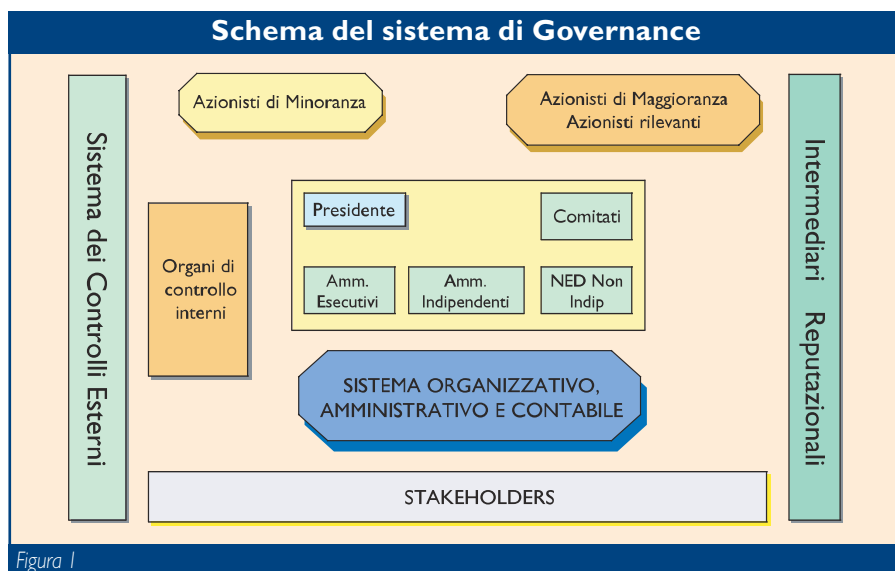


Figura 1

Governance all'Italiana dopo il DdL risparmio?



Esula dal nostro obiettivo la discussione di quale sia il giusto mix tra i vari strumenti, leggi piuttosto che l'autodisciplina, anche se il tema è molto attuale e dibattuto e il pendolo sembra oscillare ora in una direzione ora nell'altra.

Oggi il legislatore italiano, con la legge 262/05 (c.d. legge sul risparmio) e la copiosa produzione di regolamentazione secondaria che ne deriverà, ha fatto una scelta nel senso di una maggiore incisività e pervasività delle norme di legge e dell'enforcement dell'autorità pubblica. Anche a non voler condividere questa impostazione, questo è il contesto con il quale gli operatori si dovranno misurare. Tuttavia occorre notare che il processo di cambiamento, pur nell'ambito di un sistema definito in maniera fin troppo dettagliata dalla normativa primaria, per essere realmente efficace e duraturo deve coinvolgere necessariamente tutti i soggetti. Scaricare la responsabilità dell'avvio o del successo di un processo di miglioramento sugli organi di controllo, sul legislatore, piuttosto che sulle Società è una visione non realistica.

Come migliorare la Governance?

Riprendiamo la domanda su come migliorare la governance e vediamo quale ruolo potrebbero giocare alcuni attori.

LE SOCIETÀ

La *governance* come leva competitiva e non come costo. Un importante passo da compiere, con coraggio, facendo anche retromarcia quando si sia andati oltre le previsioni.

Un esempio? Gli indipendenti.

“Indipendente non è bello”. Non esistono nella letteratura internazionale di *law and economics* evidenze univoche a supporto dei Consigli di amministrazione composti da tutti amministratori indipendenti. La presenza nell'organo amministrativo di soggetti indipendenti costituisce in linea di principio una garanzia di correttezza dell'operato dell'organo; ma un consiglio di amministrazione composto interamente da indipendenti rappresenta per certi versi un controsenso. Dal punto di vista dell'efficacia del *board* sembra molto importante il bilanciamento tra deleghe. D'altra parte, anche il concetto di indipendenza è difficile da definire, perché dipende almeno in parte dal tipo di struttura

proprietaria e di *governance* della società. In una *public company* di tipo anglosassone, l'indipendenza si misura tipicamente in relazione al *top management* (e in particolare al CEO), depositario del potere di orientare la gestione dell'impresa.

In una situazione di proprietà concentrata (abbastanza tipica del modello italiano), l'indipendenza deve essere misurata soprattutto in relazione all'azionista (o al gruppo di azionisti) che controllano la società o il gruppo al quale la stessa appartiene. In questa situazione, il problema dell'indipendenza acquista connotati peculiari: ad esempio, in un contesto di proprietà concentrata, la diffusa (ma errata già in principio) assimilazione tra amministratore

Ripartizione dei Consigli di amministrazione per presenza di Amministratori esecutivi					
	# Ex	% società	% AI mkt	Peso AI/cda	Cda medio
	0	4%	12%	81%	15,5
	1	26%	34%	56%	10,5
	2	24%	18%	37%	9,4
	3	23%	19%	38%	9,4
	4+	23%	17%	32%	10,7
totale	25%	100%	100%	44%	
media	2,5	240	1070	4,5	10,3

di cui: Analisi CdA con 1 Amministratore Esecutivo

	# AI	% società	% AI mkt	Peso AI/cda	Cda medio
	11+	3%	12%	88%	18,3
	6-10	8%	12%	75%	10,9
	<6	15%	10%	34%	8,6

Tavola 1

“indipendente” e amministratore “di minoranza” può essere fonte di analisi fuorvianti della realtà.

In Italia, la presenza di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione delle società quotate era, sino a poco tempo fa, prevista solo dal Codice di Autodisciplina adottato da Borsa Italiana. La situazione è mutata con la legge 262/2005 che, introducendo il nuovo art. 147-ter del Testo Unico della finanza, ha disposto che nelle società quotate nelle quali il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette membri, almeno uno di essi debba possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci.

Può essere utile, a questo punto, andare a vedere dove gli Amministratori Indipendenti si “condensano” nei consigli di amministrazione delle società quotate (Tavola 1)

Le tavole mostrano come si muove la presenza degli indipendenti al variare del numero di amministratori esecutivi e dell'ampiezza dei Consigli di amministrazione.

Dieci società (circa il 4% del listino) non hanno posizioni esecutive nei consigli. Gli Amministratori Indipendenti (AI) presenti nei loro Cda cumulano il 12% di tutte le posizioni da AI del listino; altre 8 società hanno un solo esecutivo a fronte di 10+ posizioni da indipendenti; cumulano un altro 12% di tutte le posizioni da indipendenti del listino. Riassumendo: quattordici società offrono più di 250 poltrone indipendenti, un quarto di tutto il listino. In questi Consigli di amministrazione gli amministratori esecutivi rappresentano il 2,5% degli amministratori in carica, contro una media del listino di dieci volte tanto, 25%. È legittimo chiedersi quali siano i

Analisi AI senza comitati							
Per settore di borsa	totale	SDT	Blue Chip	Blue Chip Non S&P	S&P	star	Techstar
Società del campione*	206	62	75	36	39	48	17
% AI senza comitati	28%	26%	32%	38%	26%	21%	11%
% Società con AI senza comitati	51%	44%	69%	75%	64%	38%	29%
AI senza comitati, media cda	2,6	1,9	3,3	3,6	3,0	2,2	1

* escluse le società senza AI e quelle senza comitati

Tavola 2

meccanismi di funzionamento di questi consigli, dove siano i centri decisionali, soprattutto, quale sia il ruolo degli amministratori indipendenti? Gli amministratori non esecutivi, e in particolare gli indipendenti, hanno un senso nell'ambito del funzionamento della *Corporate Governance* soprattutto per il loro ruolo di monitoraggio nei confronti degli amministratori esecutivi. Secondo la Raccomandazione della Commissione CE sugli amministratori non esecutivi e indipendenti, “particolare importanza assume il loro ruolo di vigilanza degli amministratori con incarichi esecutivi o con poteri di gestione e di risoluzione di situazioni che comportino conflitti di interessi”. Analoghe considerazioni si ritrovano nel Codice di Autodisciplina per le società quotate, ove si sottolinea altresì il particolare ruolo degli amministratori indipendenti nei comitati del consiglio, investiti in effetti di compiti consultivi e propositivi relativi proprio alle materie ove gli amministratori esecutivi possono trovarsi in conflitto di interessi (si pensi al comitato remunerazione, oppure al comitato per il controllo interno di un emittente controllato da altra società quotata che il nuovo codice di

Autodisciplina di Borsa Italiana auspica composto esclusivamente da amministratori indipendenti). Per completare il quadro sopra illustrato è allora utile approfondire l'analisi soffermandoci sull'elemento più misurabile del ruolo degli amministratori indipendenti: la presenza nei comitati. Nelle Tavole 2 e 3 viene fornito uno spaccato del dato relativo agli amministratori indipendenti che non siedono in nessun comitato, neanche in quello esecutivo, sia per settore di borsa che per dimensione del Cda. Un confronto con il “tasso di occupazione” nel Regno Unito può servire ad inquadrare il punto (vedasi Tavola 3).

Nel Regno Unito tutti i consiglieri sono

Frequenza di partecipazione ai comitati* -Comparazione Italia UK		
AI posizioni %	FTSE 100	S&P
	UK	Italia
NONE	18%	52%
One committee	26%	40%
Two committees	29%	8%
All three	27%	0%
Board Size	11,2	14,5

*Escluso il comitato esecutivo, inclusi comitati audit, nomine e remunerazioni

Tavola 3



attivi in almeno un comitato. In Italia? Ci sono, nel listino, 280 amministratori indipendenti che non siedono in nessun comitato. Una quotata su due ha Al "disoccupati". Il quadro si esaspera ovviamente nei Cda più grandi. Eppure gli Al sono nati a presidio delle aree rischio, quindi, per definizione, nei comitati.

A cosa serve avere la metà degli amministratori indipendenti "depotenziati"?

Tenuto inoltre conto che, più indipendenti "di sostanza" ci sono, più il board in teoria si deve allargare per assicurare la stabilità di governo. Sono realmente Al o piuttosto NED?

Una "pulizia" dei cda da posizioni indipendenti "in eccesso" renderebbe la figura dell'Al molto più solida. La legge cd. Risparmio, la neo-nata 262/2005 dovrebbe favorire questo processo, avendo introdotto una doppia lente di ingrandimento sulle modalità di attuazione delle regole di governo societario. Innanzitutto affidando ai sindaci il dovere di vigilare sulle modalità di attuazione delle regole di governo previste da codici di comportamento cui la società dichiara di attenersi. In secondo luogo affidando alla Consob i poteri di vigilanza in materia.

Il sistema tradizionale è quello più adatto in ogni occasione?

In alcune società, soprattutto rette da patti parasociali o che prevedono il voto capitaro, il temperamento degli assetti azionari frazionati avviene a livello di cda con "proliferazione" di indipendenti o di cariche Ned. Quale è l'impatto sull'efficacia del board? Il board perde di coesione e focus, gli

amministratori definiti indipendenti sono spesso senza presidio.

In questi casi si potrebbe ipotizzare un passaggio al sistema dualistico; quest'ultimo consentirebbe di coniugare gli obiettivi di stabilità azionaria con obiettivi di efficacia dell'organo gestorio, dando rappresentanza alle diverse articolazioni della compagine sociale nel consiglio di sorveglianza. Ne deriverebbe il vantaggio, in termini di trasparenza e "accountability", di riallocare nelle sedi opportune alcune competenze ad oggi sistemate a monte in patti più o meno dichiarati.

Il sistema dei controlli interni

I nuovi poteri attribuiti al Collegio sindacale ne fanno un rinvigorito strumento di tutela delle minoranze (sindaco di minoranza nominato secondo modalità da stabilirsi da parte della Consob, poteri individuali, limiti al cumulo degli incarichi).

Occorrerà, tuttavia, attendere i regolamenti attuativi per capire fino a che punto le nuove previsioni della 262/05 potranno essere una arma veramente efficace. Ma anche questi da soli non saranno sufficienti. Dovranno infatti realizzarsi almeno altre due condizioni.

Innanzitutto che il mercato interpreti le disposizioni come uno strumento di creazione di valore per la società e non come uno strumento di diminuzione del valore per la maggioranza, come tale, da aggirare. Modi per affievolire la portata delle norme ce ne sono diversi. Ad oggi solo un terzo delle società quotate ha un sindaco di minoranza, e ancora meno sono quelle che hanno un sindaco eletto nelle liste di minoranza

coagulate dagli investitori istituzionali. In secondo luogo che gli investitori istituzionali approfittino dell'opportunità ed investano ancor più tempo e risorse per esercitare i nuovi strumenti di controllo che il sistema mette a loro disposizione. Questa osservazione conduce alla seconda condizione, di natura più generale. Molti strumenti di tutela delle minoranze messi a disposizione dal Testo Unico (alcuni anche rafforzati, o introdotti ex novo, dalla legge sulla tutela del risparmio, come il potere di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea) presuppongono per il loro utilizzo la presenza di minoranze organizzate e interessate a spendere tempo e risorse per monitorare il comportamento degli amministratori e dei soci di controllo. In assenza di adeguati meccanismi di organizzazione e rappresentanza è irrealistico pensare che gli azionisti dispersi abbiano adeguati incentivi ad esercitare questi poteri. Restano quindi gli investitori istituzionali e, in particolare, i fondi comuni di investimento i quali, per la verità, hanno cominciato ad esprimere un certo attivismo soltanto in tempi piuttosto recenti. Il ruolo degli investitori è invece un perno fondamentale dell'intero sistema, come dimostra l'esperienza di ordinamenti più evoluti in materia.

Il sistema dei controlli esterni, la vigilanza

Chi deve controllare la governance, la veridicità e la aderenza ai principi di buon governo societario? La Consob? Il collegio sindacale?

Questa domanda ha trovato parziale risposta nella Legge sul Risparmio. In base all'art. 149, lettera c-bis, del TUF, il

collegio sindacale è infatti investito dell'obbligo di vigilare "sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento (...), cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi". Mentre la Consob "vigila sulla veridicità delle informazioni riguardanti l'adempimento degli impegni assunti" tramite l'adesione ai codici di comportamento medesimo e irroga le sanzioni in caso di violazione (art. 124-ter). I sindaci risponderanno sia per l'omessa segnalazione di irregolarità sia qualora essi stessi commettano irregolarità nell'esercizio della attività di vigilanza.

La previsione della vigilanza Consob sulle dichiarazioni di governance è stata da molti criticata in quanto la sanzione per la violazione di codici di autodisciplina dovrebbe avere una diversa natura rispetto all'enforcement esercitata dalla autorità pubblica; va detto per contro che uno stimolo dalla legge si è reso probabilmente necessario anche alla luce della scarsa "effettiva" aderenza delle società al codice di autodisciplina della Borsa.

Quale sarà il ruolo dell'autodisciplina? L'autoregolamentazione rimarrà certamente la "punta di diamante" delle *best practices*, come ad esempio le recenti iniziative di Nedcommunity in materia di Amministratori Indipendenti². Lo sforzo di Nedcommunity di incorporare la migliore dottrina italiana con la raccomandazione UE del 15.2.05 ha dato vita ai Principi guida per l'amministratore indipendente³. Un documento di pregio che entra nella sostanza della figura, che mira a valorizzare il ruolo (vedi il recente Comitato istituito dalla stessa per il

Rispetto dei Principi Guida).

È ovvio che questo tipo di iniziative non possono che rimanere nell'ambito dell'autodisciplina in quanto elemento trainante della pratica; ma ad essa si affiancherà adesso l'*Authority* per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti (la Consob).

Sarà in grado la Consob di svolgere efficacemente questo ampliato ruolo? Le deleghe ricevute, sia per l'emissione di regolamenti, che in merito all'attività di vigilanza, sono notevoli. A rendere il compito più arduo, la legge sul risparmio ha introdotto forme di coordinamento tra le varie autorità che vigilano sul mercato finanziario e riallocato alcune competenze in materia di vigilanza. Il quadro che ne emerge è complesso e il principio della vigilanza per finalità "offuscato".

Non è questa la sede per commentare sulla vigilanza in senso lato; questo punto serve per inquadrare lo sforzo che dovrà effettuare la Consob per adeguare persone, processi, strumenti alle responsabilità che la legge ora le affida; un *vigilantes* senza armi non fa tanta paura...

È meglio pensare ad una nuova Consob con mandato riorganizzativo pieno oppure ad un approccio incrementale, con cambiamenti progressivi, focalizzati?

Gli investitori istituzionali e gli intermediari reputazionali

E una volta che questa governance è confezionata, controllata, chi la valuta, come confluisce lo sforzo in premi o sanzioni?

È inutile parlare di buona o cattiva governance se poi il meccanismo incentivante (o penalizzante se funziona

al contrario) non è attivo:

migliore governance → miglior valore → minor rischio/minor costo del capitale
Se le sanzioni reputazionali non sono attive è molto difficile innescare anche i deterrenti di tipo legale. In questo ambito il ruolo degli investitori istituzionali è di importanza fondamentale. Così come quello dei c.d. "*reputational intermediaries*", ossia quegli attori del mercato che funzionano da cinghia di trasmissione della "reputazione" tra le società e la pluralità degli *stakeholders*.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Partecipare alle assemblee è costoso. Gli investitori istituzionali italiani non sono di lungo periodo come i grandi fondi pensione UK o USA e quindi possono non essere interessati al benessere di lungo periodo delle società o al dialogo. Gestire dall'estero rapporti e votazione non è semplicissimo per via della tempistica e della logistica. Tutti questi commenti sono appropriati. Ma lo "*shareholder activism*" come meccanismo di attivazione della *accountability* del consiglio di amministrazione è ora sufficientemente riconosciuto. La Consob fornisce un quadro sintetico ma esauriente:

"Il ruolo e la partecipazione alle assemblee degli investitori istituzionali (Sgr, banche, assicurazioni e fondi pensione) non rilevanti (cioè con quote inferiori al 2 per

NOTA

² Nedcommunity è la prima associazione creata in Italia con l'obiettivo di valorizzare, sostenere e sviluppare la figura professionale e il ruolo dei consiglieri non esecutivi e dei consiglieri indipendenti delle società quotate.

³ www.nedcommunity.com





cento) risulta marginale... Fra gli investitori istituzionali non rilevanti, il peso maggiore, in termini di diritti di voto in assemblea, è dei fondi esteri, in media il 2,3 % circa del capitale rappresentato nelle assemblee delle società di grande e media dimensione e lo 0,6% del capitale rappresentato nelle assemblee delle società Star. Marginale risulta invece il ruolo delle Sgr italiane.”⁴

Gli strumenti per gli investitori istituzionali ci sono, come il già ricordato voto di lista per l'elezione del collegio sindacale. La norma è certamente aggirabile da una maggioranza che desidera, nel rispetto formale della previsione, sbarrare la strada a liste di minoranza, ma in alcuni casi tuttavia le minoranze non si sono proprio organizzate. Gli strumenti, bisogna iniziare a oliarli. Questa riflessione è ancor più importante oggi, con una Legge sul risparmio che ha rafforzato l'istituto del sindaco di minoranza ed introdotto quello dell'amministratore di minoranza. Si potrà parlare male oppure bene di questo istituto. È stato introdotto, occorrerà utilizzarlo al meglio. La miglior prova della validità dello strumento dovrà quindi venire dal mercato, con l'elezione di amministratori da parte delle minoranze istituzionali e non, come da più parti si teme, concorrenti.

Governance interna degli Intermediari e degli Investitori Istituzionali

Nel caso dei soggetti che svolgono attività di intermediazione mobiliare il ruolo degli amministratori e dei sindaci assume un rilievo del tutto particolare.

Infatti, nel caso degli intermediari assumono un rilievo centrale le funzioni e le responsabilità degli organi di vertice (amministratori e sindaci) nei confronti di interessi "esterni" alla società (siano quelli degli investitori, o del pubblico risparmio generalmente inteso), proprio perché quegli interessi sono alla base dell'intera disciplina di settore a cui tali enti sono sottoposti.

Ne discende che, in questi caso, il ruolo degli amministratori e dei sindaci ne esce rafforzato, divenendo essi sia un fattore di input (amministratori) e di controllo (amministratori e sindaci) delle strategie di business volte alla creazione del valore per gli azionisti, sia un fattore propulsivo e di verifica della tutela degli interessi esterni, coinvolti ed incisi dall'attività di impresa svolta.

Non a caso nello specifico settore dell'intermediazione mobiliare, la normativa richiede speciali requisiti di competenza, professionalità ed onorabilità in capo agli amministratori (nonché ai direttori generali e ai sindaci) – requisiti previsti peraltro oggi, dalla legge 262/05, sia per i sindaci sia per gli amministratori di tutte le società quotate. La previsione di una specifica competenza professionale in capo a tutti i componenti del consiglio di amministrazione vale, infatti, in primo luogo a dimostrare ulteriormente l'esigenza che essi siano tutti in prima persona coinvolti nella gestione sociale, contribuendovi con il proprio bagaglio di esperienza e conoscenza, e, in secondo luogo, contribuisce ad innalzare il livello di diligenza richiesto per lo svolgimento della funzione ricoperta. Alla luce di queste considerazioni è di tutta evidenza come ancor più rilievo assuma il ruolo degli AI in seno al CdA degli

intermediari.

Un discorso che, in questa sede e per motivi di brevità viene solo accennato, è poi quello della composizione dei CdA degli intermediari e in particolare delle società di gestione del risparmio. In questo caso infatti, la loro prevalente appartenenza a gruppi bancari esalta il rischio di conflitti di interessi specie nei casi in cui la controllante sia poi anche il soggetto attraverso il quale il gestore colloca i suoi prodotti. In questo caso, in assenza di adeguati meccanismi di *governance*, il rischio di scelte non guidate esclusivamente da valutazioni di una efficiente *asset allocation* ma dalle politiche distributive e commerciali della controllante diventa enorme.

GLI INTERMEDIARI REPUTAZIONALI

Tra questi ci sono le società di rating, gli analisti, chiunque contribuisca in maniera professionale a diffondere valutazioni sulla qualità e sull'immagine delle società. Di recente hanno preso il via strumenti che in qualche modo aiutano la comprensione e valutazione della *governance* e delle sue componenti, facilitando la trasmissione dell'informazione. Sono i cd. rating di *governance*, sostanzialmente il voto assegnato alla qualità della *governance* societaria, il "rischio" associato con una certa struttura di *governance*. Spesso distribuiti da società di *credit rating* (Moody's, Fitch) ma talvolta di terza parte indipendente (ISS, GMI). Questi strumenti non hanno trovato ad oggi grossa diffusione.. Sicuramente l'Italia non è tra i paesi più "ricettivi" per uno strumento come il rating di *governance* per via dell'ancor basso peso (e forza) degli utenti del prodotto

NOTA

⁴ Fonte Consob, relazione per l'anno 2004, pag. 20

(gli investitori istituzionali), della natura captive di molti operatori che può affievolire l'interesse a giudizi di terzi su aspetti di *governance* e per via delle peculiarità della *governance* nostrana che rende l'approccio "one size does not fit all" costoso.

Vale la pena soffermarsi su quest'ultimo punto. L'impressione che si ricava da un'analisi del prodotto *rating* di *governance* è che manchi l'aderenza al contesto di *governance* italiano; che nè il codice di autodisciplina nè tantomeno il diritto societario siano presi in adeguata considerazione.

Certo, alcuni aspetti del sistema di *governance* italiano, pensiamo ad esempio alle Banche Popolari, al voto capitario, agli amministratori indipendenti espressione della maggioranza, piuttosto che i recentissimi amministratori di minoranza sono sicuramente poco comprensibili o condivisi all'estero, oppure unici, come ad esempio il Collegio Sindacale.

Cosa significa avere un insieme di criteri che non coincide con principi, standard, metriche vincolanti e condivise? Il rischio è una lettura non corretta delle pratiche di *governance*. Dalla *governance* dei controlli alla composizione e funzionamento dei cda, dai meccanismi di incentivazione degli amministratori al ruolo dei comitati del cda: in ognuna di queste aree il contesto di riferimento italiano ha le sue peculiarità. Un modello che non tenga conto del contesto legislativo e regolamentare italiano è destinato a produrre risultati non condivisibili dagli operatori.

Lo strumento quindi non acquista credibilità, gli investitori istituzionali e reputazionali perdono l'opportunità di accedere a servizi di valutazione

professionali che consente la diffusione della cultura, la circolazione dell'informazione, la riduzione del costo di ricerca collegato allo *shareholder activism*.

È un'opportunità da non perdere perché uno strumento in grado di fornire indicazioni a società, investitori, borse, autorità, è una leva potente di "persuasione" e di indirizzo. La strada? Lavorare, sia gli investitori istituzionali italiani ed esteri operanti in Italia, sia gli intermediari "reputazionali" al processo di "tailorizzazione" dei rating per identificare schemi adeguati di valutazione che tramite modelli e principi trasparenti e condivisi consentano di misurare il contributo di sistemi e soggetti alla buona *governance*. Anche per questi operatori, il coraggio di cambiare, di porsi domande e di fare domande, di raschiare la patina dorata della adesione formale, di iniziare a metter sul tavolo, in modo costruttivo, non solo numeri ma anche le leve della *governance*.

Conclusioni

La *governance* nostrana in alcuni casi difficilmente potrà migliorare per effetto di passi unilaterali forse anche indolori. Ogni soggetto del complesso e delicato sistema di pesi e contrappesi deve giocare la sua parte.

Alle Società l'utilizzo delle leve di *governance* come fattore di creazione di valore a lungo termine. Al legislatore o al regolatore di autodisciplina, la qualità della normativa e della regolamentazione, l'attenzione al coordinamento, l'aderenza alla realtà nazionale nel rispetto dei principi internazionali. Agli investitori istituzionali l'attivismo assembleare, la introduzione

di una *governance* interna che porti al confronto costruttivo. Agli intermediari reputazionali il coraggio di innescare il volano della reputazione, nel bene e nel male.

E, perché no, anche ai risparmiatori individuali, la fiducia in operatori di provata esperienza e la lettura dei prospetti.

(Riproduzione riservata)