



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

L'attivismo dei gestori e il ruolo della corporate governance in Italia: intervista a Marcello Messori

Un impegno iniziato ormai oltre un decennio fa, che nel corso degli anni è stato condotto con strumenti diversi e che ha portato i gestori a promuovere i principi della *best practice* gestionale nelle principali società quotate italiane.

Assogestioni, al termine della stagione assembleare 2009, torna a parlare di *corporate governance*, e lo fa in una lunga intervista al presidente Marcello Messori. Partendo dalle origini dell'interesse dei gestori per questo tema, Messori traccia il perimetro di un'attività che oggi coinvolge in misura crescente anche i maggiori investitori istituzionali esteri, e permette alle società di gestione di prendere parte attivamente alla direzione e al controllo delle principali società quotate italiane.

Il presidente di Assogestioni, riassumendo i risultati ottenuti nel corso dell'ultimo biennio, analizza gli effetti della crisi finanziaria attuale sull'attività di *governance* e coglie l'occasione per ricordare il ruolo di "supplenza" svolto in quest'ambito dalle SGR italiane e per sollecitare le *authority* a una maggiore tutela della funzione di *corporate governance* e del ruolo degli azionisti di minoranza.

Prof. Messori, nel corso degli ultimi anni abbiamo imparato a conoscere l'importanza di una corretta *corporate governance*, anche grazie all'impegno speso in quest'ambito da Assogestioni. Ma quando è nato l'interesse dei gestori e dell'associazione per questo tema, e perchè?

L'attività degli associati di Assogestioni nel campo della *corporate governance* ha preso avvio molti anni fa, come conseguenza della legge del 1994 sulle cosiddette privatizzazioni formali delle società a partecipazione statale. Tale legge prevedeva, per questa tipologia di imprese, la possibilità di rappresentanti degli azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione introducendo, di fatto, il voto di lista (previo il raggiungimento di una quota azionaria minima dell'1 per cento). Il Comitato di *corporate governance* di Assogestioni (CCG) ha iniziato così a presentare liste, che erano ovviamente di minoranza, per l'elezione di membri nei Consigli di amministrazione in quel nucleo limitato - ma rilevante per dimensione e per peso strategico - delle società partecipate dallo Stato e in via di privatizzazione parziale o totale.



Dopo l'approvazione nel 1998 del Testo Unico sulla Finanza, il CCG ha rafforzato tale attività estendendola ai Collegi sindacali delle società quotate. Inoltre, l'associazione ha aggiunto un secondo impegno rilevante e diretto: l'intervento di un proprio rappresentante in alcune delle assemblee delle maggiori società quotate. Questo impegno si è concretizzato in una puntuale e pubblica verifica del grado di applicazione delle norme del TUF all'organizzazione societaria. Esso si è esteso nel corso del decennio 2000, fino a che non ho assunto la presidenza nel 2007. L'evoluzione normativa e fattuale nel campo della *corporate governance* in Italia ha spinto, infatti, verso ulteriori innovazioni.

La cosiddetta legge sulla tutela del risparmio ha esteso a tutte le società italiane quotate il principio del voto di lista anche per la formazione dei Consigli di amministrazione e ha attribuito il ruolo di presidente del Collegio sindacale a un membro delle liste di minoranza. Inoltre, ha demandato alla autorità di vigilanza la fissazione delle soglie minime azionarie da soddisfare per la presentazione delle liste in ciascuna tipologia di società quotate. I membri dell'associazione hanno, quindi, avuto la possibilità di presentare liste in tutte le principali società quotate sui listini MIB/S&P per gli organi sia di amministrazione che di controllo. Ritengo che tali novità normative abbiano posto l'Italia sulla frontiera della *best practice* in tema di legislazione di *governance* almeno per i casi di società caratterizzate dalla necessità di allineare interessi, potenzialmente conflittuali, fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza (ossia, la quasi totalità delle società italiane). Questo salto di qualità ha, peraltro, accentuato il divario fra *best practice* normativa ed effettive pratiche di governo societario. Pertanto, nella mia valutazione, il varo della legge sulla tutela del risparmio ha funto da spartiacque: il problema ha cessato di essere l'allineamento formale della *governance* societaria alle norme del TUF, per diventare l'effettiva applicazione di *standard* ottimali alle attività di amministrazione e di controllo.

Ciò ha indotto Assogestioni a interrompere la pratica degli interventi diretti nelle assemblee delle maggiori società quotate. Come accennavo sopra, tali interventi avevano l'obiettivo di verificare e incentivare il recepimento formale delle importanti innovazioni normative in campo finanziario, avvenute negli anni Novanta e sedimentate nel TUF. Dopo l'introduzione di alcuni aspetti della riforma del diritto societario e della legge sulla tutela del risparmio, il problema è però diventato l'inadeguata applicazione sostanziale della *best practice* normativa da parte delle nostre società quotate. La puntuale verifica dell'applicazione formale delle novità normative rischiava, perciò, di ottenere un risultato opposto a quello raggiunto negli anni precedenti; rischiava cioè di legittimare pratiche societarie impeccabili nella forma ma inadeguate nella sostanza. A fine 2007 il CCG ha, perciò, deciso di rafforzare



l'attività di presentazione delle liste; esso ha inoltre deciso di sostituire la partecipazione diretta di rappresentanti dell'associazione nelle assemblee delle principali società quotate con l'individuazione e l'analisi di un nucleo ristretto di società con i più gravi problemi di *governance*, in modo da fornire agli associati materiale per interventi più sostanziali e di merito nelle assemblee delle società selezionate in negativo.

La stagione assembleare 2009 si è appena conclusa: quali sono stati quest'anno gli obiettivi e la strategia adottata dai gestori, e quali risultati sono stati ottenuti?

Prima di valutare i risultati, credo sia importante esaminare le modalità che hanno presieduto e presiedono alla selezione dei membri da inserire nelle liste presentate. Tale attività, tradizionalmente svolta dal Comitato di *corporate governance* di Assogestioni (CCG), segue oggi procedure che ricalcano e rafforzano quelle disegnate dal precedente presidente di Assogestioni, Guido Cammarano.

Nel settembre del 2007 il CCG ha selezionato una società di *head hunting* (Spencer & Stuart), mediante una gara aperta alle maggiori realtà internazionali del settore. Il mandato, conferito a Spencer & Stuart per un triennio ma previa conferma esplicita annuale, prevede che tale società scelga un numero almeno doppio di candidati rispetto ai membri delle possibili liste che il CCG prevede di formare per la campagna assembleare dell'anno. Le tappe, che approdano alla formazione delle liste, sono quindi le seguenti.

Fra la fine di ottobre e i primi di dicembre di ogni anno, il CCG individua le società quotate con Consigli di amministrazione e/o Collegi sindacali in scadenza e sceglie il sottoinsieme di queste società, sulle quali concentrare gli sforzi per predisporre liste di potenziali amministratori o sindaci. Tale scelta si basa su uno o più dei seguenti criteri: la rilevanza della società, la sua organizzazione di *governance*, le disponibilità azionarie detenute dalle SGR facenti parte del CCG, la presenza azionaria di investitori istituzionali internazionali disposti a cooperare per la presentazione delle liste. Una volta fissato il potenziale numero delle liste e il numero totale dei relativi membri, dai primi di dicembre alla fine di gennaio l'*head hunter* selezionato esegue il mandato di individuare la rosa di candidati per queste potenziali liste dei Consigli di amministrazione e dei Collegi sindacali. E' importante sottolineare che la società esterna lavora ed è tenuta a lavorare in modo del tutto indipendente dal CCG e dagli associati di Assogestioni; e che il numero dei candidati, da essa proposti e suddivisi fra candidati per le liste dei Consigli di amministrazione e quelli per le liste dei Collegi sindacali, deve essere pari ad almeno il doppio del numero totale dei



potenziali membri calcolato dal CCG. A febbraio di ogni anno il CCG forma le liste scegliendo, senza eccezione, i membri fra la rosa composta dalla società esterna.

Nel 2008, seguendo questa procedura, il CCG decise di impegnarsi per la presentazione di liste nei Consigli di amministrazione di 11 società e nei Collegi sindacali di 8 società per un totale di 15 società quotate. I risultati raggiunti, in termini di soddisfacimento del *quorum* e di successo delle liste presentate, sono stati estremamente positivi: le liste, predisposte dal CCG e da un rilevante numero di investitori istituzionali internazionali (sette), hanno portato all'elezione di membri in 6 casi su 11 per i Consigli di Amministrazione e in 5 casi su 8 per i Collegi sindacali. Nel 2009, vuoi per l'impatto diretto della crisi finanziaria vuoi per il conseguente aggravarsi della crisi nel settore del risparmio gestito, si sono ottenuti risultati meno incoraggianti. Le liste, predisposte dal CCG e da un più ristretto numero di investitori istituzionali internazionali (quattro), hanno eletto membri in 2 Consigli di amministrazione su 9 e in 5 Collegi sindacali su 12. Quest'ultimo risultato non riflette lo sforzo, messo in campo dal CCG, per coinvolgere gli investitori internazionali fin dalle fasi iniziali del processo di selezione dei candidati.

Ci sembra quindi di capire che la crisi finanziaria che stiamo attraversando abbia avuto forti ripercussioni anche sulla partecipazione degli *asset managers* alla vita delle società quotate: questo è dovuto solo alla contrazione delle masse gestite (e quindi al mancato raggiungimento dei *quorum*), o ci sono altre motivazioni?

È possibile individuare almeno tre differenti ordini di motivi per spiegare il deludente risultato del 2009 riguardo all'elezione di amministratori o sindaci, presenti nelle liste di minoranza predisposte dal Comitato di *corporate governance* di Assogestioni (CCG).

Innanzitutto, per poter presentare effettivamente una lista, è necessario raggiungere il *quorum* fissato dall'autorità di vigilanza che, fatta eccezione per grandi gruppi con maggioranza relativa ancora di proprietà pubblica, è tanto più basso quanto più è elevata la capitalizzazione della società. Nel 2009, a causa dell'andamento negativo dei mercati azionari durante la crisi finanziaria, le società quotate hanno subito una severa caduta nella loro capitalizzazione; il che, in mancanza di un intervento compensativo da parte dell'autorità di vigilanza, ha comportato un aumento rilevante dei *quorum*.

In secondo luogo, nel 2008 e nei primi mesi del 2009, i fondi di investimento hanno subito ingenti deflussi aggregati, che hanno inciso fortemente sul comparto dei fondi azionari italiani. Di conseguenza, a fronte di un aumento nei *quorum*, le SGR partecipanti al CCG hanno subito una drastica caduta nelle azioni da conferire per la presentazione delle liste.



Infine anche gli investitori istituzionali internazionali, che nel 2008 avevano contribuito in modo significativo alla presentazione e al successo delle liste del CCG, hanno incontrato maggiori difficoltà a impegnarsi attivamente. La crisi finanziaria ha, infatti, spinto molti attori finanziari a limitare il loro impegno nel campo della *corporate governance* specie nel caso di posizioni proprietarie estere.

Il dato positivo è che, grazie soprattutto agli sforzi profusi da Assogestioni, un insieme crescente di importanti investitori istituzionali internazionali ha approfondito la conoscenza del sistema italiano del voto di lista e ha imparato ad apprezzarne la rilevanza nel caso di potenziale conflitto fra gli interessi degli azionisti di maggioranza e di minoranza. Vorrei quindi gettare un seme di ottimismo, anche rispetto ai risultati del 2009: il lavoro svolto, sebbene influenzato dalla sfavorevole congiuntura economica, ha posto le basi per una proficua collaborazione futura con un numero crescente di investitori internazionali. Al riguardo, il CCG ha avuto un ruolo propulsivo e ha avuto il merito di informare soggetti che, pur detenendo partecipazioni rilevanti nelle società quotate italiane, non avevano apprezzato a fondo le innovazioni attuate in Italia nel campo della *corporate governance*.

In alcuni articoli pubblicati nei mesi scorsi, a commento dell'attività svolta da parte dei gestori e dell'associazione, era possibile osservare la tendenza a minimizzare il ruolo dei sindaci eletti nelle liste di minoranza, ritenuti quasi una figura di secondo piano rispetto a quelle dei consiglieri indipendenti.

Professore, lei è d'accordo con questo giudizio? Potrebbe spiegarci brevemente quale funzione svolge un sindaco in una società quotata?

L'evoluzione normativa degli anni Novanta e dei primi anni del Duemila ha certamente valorizzato il ruolo del Collegio sindacale che, in passato, era spesso costretto a una funzione di controllo soltanto formale in merito alla correttezza gestionale delle società. Specie con l'introduzione della legge sulla tutela del risparmio, l'attività di questo organo ha assunto un rilievo molto più sostanziale. Oggi il Collegio sindacale svolge funzioni di controllo sostanziale e ha, perciò, assunto un peso rilevante in tema di *corporate governance*. Inoltre, tale organo riserva agli azionisti di minoranza un ruolo cruciale: come si è già ricordato, il presidente deve essere espressione di questa tipologia di azionisti.

Ciò detto, è comprensibile che l'attenzione dei *media* e degli esperti esteri di *governance* si appunti sull'elezione dei membri di minoranza del Consiglio di amministrazione. Quest'ultimo è comunque l'organo deputato alla gestione della società; inoltre, i comitati



(come quello di controllo interno e di remunerazione) sono un'emanazione dell'organo di amministrazione e, al contempo, svolgono un ruolo cruciale nella *governance* societaria.

Alla fine ci sembra di capire che, nell'ambito della *corporate governance*, le società di gestione possano svolgere una funzione - per così dire - sociale nei confronti della propria clientela, cercando di indirizzare l'attività delle società partecipate verso standard di *best practice* per i suoi azionisti.

Prof. Messori, in che modo le autorità di vigilanza potrebbero sostenere questo ruolo, rendendo più semplice la rappresentanza in assemblea dei piccoli risparmiatori?

Credo sia, innanzitutto, necessario sottolineare il ruolo di supplenza svolto dalle società del risparmio gestito e dal Comitato di *corporate governance* di Assogestioni (CCG). L'"esternalità positiva", che lei ha citato e che è un tipico risultato delle *best practice* in tema di *corporate governance*, negli altri paesi economicamente avanzati è prodotta da investitori istituzionali più tradizionali: i fondi pensione o le compagnie di assicurazione ramo vita. In Italia tali attori sono, però, ambedue molto deboli; il che è un *unicum* perché, altrove, la debolezza dei fondi pensione è compensata da una forte presenza delle polizze assicurative sulla vita, o viceversa. Data questa situazione anomala, ritengo che le SGR abbiano un dovere di supplenza e debbano sopportare gli oneri dell'impegno nella *governance* societaria.

Del resto, nel medio/lungo termine, tale dovere di sistema coincide con l'interesse del settore del risparmio gestito: l'attività di *corporate governance* giova agli investitori istituzionali italiani in quanto può aumentare l'efficienza nell'allocazione della ricchezza finanziaria del paese. E' noto infatti che la struttura proprietaria di larga parte delle imprese italiane è così 'chiusa' da porre severi vincoli alla domanda di servizi finanziari non tradizionali e alla crescita dimensionale dell'apparato produttivo; il che penalizza lo sviluppo di vari segmenti del mercato finanziario nazionale e causa un forte divario fra impieghi e depositi bancari che viene colmato mediante distorsioni nei portafogli famigliari. Una buona *governance*, fondata sul voto di lista e sulla connessa tutela delle minoranze, potrebbe ridurre l'estrazione privata dei benefici del controllo e 'aprire' gradualmente la struttura proprietaria delle imprese italiane. Ciò allenterebbe la spinta verso un'allocazione inefficiente della ricchezza delle famiglie.

Le stesse ragioni, che militano a favore del voto di lista, segnalano però i problemi che potrebbero portare alla degenerazione di questo strumento di *governance* e che dovrebbero essere, quindi, affrontati dall'autorità di vigilanza. La 'chiusura' proprietaria delle imprese



italiane si sostanzia spesso nella presenza di coalizioni di controllo non formalizzate perché basate su intrecci azionari e sulla pratica dell'*interlocking directorship*. Se manca una rigorosa verifica circa l'effettiva e totale indipendenza fra gli azionisti che presentano liste diverse (come richiesto dalla norma), il voto di lista si può trasformare in un'occasione per rafforzare le coalizioni informali di controllo. E' infatti sufficiente che una parte correlata con l'azionista di maggioranza presenti una lista aggiuntiva e in grado di nominare (una parte dei) membri di minoranza del Consiglio di amministrazione e/o del Collegio sindacale. Le lodevoli iniziative, assunte dalla CONSOB nel 2008 e idealmente sfociate nella rigorosa iniziativa sulle parti correlate, non si sono tradotte in principi stabili di regolamentazione. Nel 2009 si sono avuti vari casi di liste di minoranza, non presentate dal CCG ma da parti (di fatto) correlate con chi ha presentato la lista di maggioranza, che segnano la degenerazione dell'obiettivo del voto di lista.

Questa degenerazione potrebbe essere contrastata, oltre che da una vigilanza più puntuale, da una maggiore attenzione dell'autorità per le esigenze degli investitori istituzionali come presentatori di liste. Due esempi banali sono, in proposito, sufficienti. Il primo, già menzionato, riguarda la necessità di attenuare la dipendenza dei *quorum* alle fluttuazioni cicliche delle capitalizzazioni societarie. Il secondo esempio, che coinvolge anche il legislatore, riguarda la semplificazione delle procedure per la presentazione delle liste. Nonostante i passi avanti compiuti dalla legge sulla tutela del risparmio, oggi la certificazione (via banca depositaria) della detenzione azionaria da parte di investitori istituzionali (specie se internazionali) impone ancora il blocco delle azioni per un lasso di tempo irragionevole; inoltre, la procedura di presentazione delle liste è appesantita da una tempistica e da passaggi burocratici inadeguati. Le nuove norme europee, da recepire entro breve termine a livello nazionale, rispondono a buona parte di tali problemi. Il forte auspicio è che l'Italia voglia e sappia rendere operativi (anche a livello di regolamenti) gli *standard* europei prima della stagione assembleare del 2010.