

Sommario

Editoriale	Il nostro contributo alla regolamentazione del mercato <i>A cura della Direzione</i>	1
Opinioni	Oportet ut scandala eveniant <i>Salvatore Bragantini</i>	7
Antenna Europa	La raccomandazione sugli amministratori indipendenti <i>Gioacchino Foti</i>	11
Corporate governance	Il peso della C.G. nella valutazione d'azienda <i>Daniela Carosio, Franco Morganti, Anna Lambiase, Gianni Pasini</i>	15
Mercato mobiliare	L'incidenza degli Hedge Funds sul mercato azionario (e sull'economia) <i>Alberto Albertini</i>	35
Valutazione	Teddy: il primo bilancio intangibile del "pronto moda" <i>Andrea Gasperini e Valeria Novellini</i>	39

Questo numero è stato licenziato alla stampa il 20 settembre 2005

Supplemento allegato a questo numero:

Quaderno AIAF n. 124

Il mercato delle IPO e delle privatizzazioni in Italia (*parte prima*)

*Coordinatori: Laura Vitale e Tatjana Eifrig
(Quaderno sponsorizzato da Banca Finnat Euramerica S.p.A.)*

Editore
AIAF Formazione e Cultura srl unipersonale

Redazione, Pubblicità, Abbonamenti
Via Dante 9, 20123 Milano
Tel. +39.02.72023500 r.a., Fax +39.02.72023652
www.aiaf.it - info@aiaf.it

Progetto grafico
Armando e Maurizio Milani

Fotocomposizione e Stampa
Quadrifoglio S.p.A., Azzano S. Paolo (BG)

Commissione tecnica redazionale Aiaf
Responsabile Francesco Cattaneo
(la composizione della Commissione è riportata sotto la testata del "Supplemento on line")

Abbonamento annuale (comprensivo di password per l'accesso al Supplemento della Rivista e all'Annuario on line sul sito www.aiaf.it)
€ 130,00 Italia, € 190,00 Estero
Copie arretrate
Rivista € 24,00, Quaderni € 15,00

Nota editoriale

Il 6 luglio scorso, a Milano, nel Palazzo dei Giureconsulti, l'Aiaf ha organizzato il suo primo incontro tra soci dedicato al governo societario e alla sua rilevanza per l'analisi finanziaria, incontro al quale hanno partecipato un centinaio di soci. Data la grande attualità che il tema ha per tutta la comunità finanziaria in un momento in cui la *governance* societaria presenta diffuse carenze etiche e regolamentari, abbiamo chiesto ai principali relatori al Convegno e ad alcuni qualificati partecipanti di sviluppare per la rivista quegli aspetti emersi nel dibattito che interessano più direttamente la professione di analista finanziario. Non a caso, abbiamo aperto questo numero della Rivista con un editoriale che illustra il nostro contributo alla regolamentazione del mercato e al primato attribuito all'etica dall'Aiaf. Anche le rubriche fisse di Salvatore Bragantini e di Gioacchino Foti, che precedono questo servizio, e l'articolo di Alberto Albertini sugli *Hedge Fund* nelle pagine seguenti, rientrano pienamente in questa linea. (e.col.)

I commenti di un analista in Corporate Governance



Daniela Carosio, analista indipendente e socia Aiaf dal 1999, da vari anni ormai collabora assiduamente alla Rivista dedicandosi

particolarmente allo studio e all'analisi della C.G..

CRONACA DELL'INCONTRO

L'intervento di Franco Morganti sulla sua esperienza di amministratore

Il peso della C.G. nella valutazione d'azienda

indipendente di Enel, eletto su proposta della lista di minoranza presentata dagli investitori istituzionali, ha presentato un particolare interesse per noi tutti soci Aiaf. Credo sia stato lo schietto richiamo alla realtà di pratiche che minano alla base l'indipendenza degli amministratori, come quelle di *interlocking* a livello di gruppo e in seno al Consiglio di Amministrazione con relativi scambi di favori, così come la vivida testimonianza resa sulla propria esperienza di amministratore indipendente che si è imposto in CdA, in due casi, per fare rimuovere e, in altri due casi, per modificare le decisioni del Consiglio. La schiettezza e la ricca esemplificazione di casi hanno accompagnato anche le risposte che Morganti ha dato alle domande dei soci Aiaf, sollevate nel corso del dibattito successivo alle relazioni. Interessante inoltre la carrellata da lui fornita sui 22 Principi Guida redatti dall'associazione italiana degli amministratori indipendenti, la *Ned Community*, di recente costituzione nel nostro Paese, sullo stimolo di più mature iniziative nel mondo anglosassone, in particolare nel Regno Unito. Il tema viene lucidamente trattato nel suo contributo scritto per la rivista, pubblicato qui di seguito. Una rassegna della normativa nazionale

sulla nozione di indipendenza dell'amministratore è stata l'oggetto della relazione del Consigliere Aiaf Anna Lambiase in cui ha presentato i risultati di una ricerca condotta da IR Top (Società di *Investor Relators* da lei diretta) sulla composizione dei CdA delle società quotate in Italia.

Infine, ricollegandosi ai risultati di tale ricerca, Antonio Tognoli (*Socio Aiaf dal 1989 e Senior analyst di ING Bank NV*) ha trattato più in dettaglio il tema della valutazione della *Corporate Governance* di un'azienda a partire dall'analisi della composizione del CdA.

A conclusione di questa breve cronaca dell'incontro meritano di essere messi in evidenza alcuni passaggi del discorso introduttivo del Presidente dell'Aiaf che ha sottolineato come ogni progresso sul fronte della *Corporate Governance* abbia un impatto positivo sull'attività dell'analista finanziario, in termini di maggiore trasparenza e di minori asimmetrie informative. In particolare, ricollegandosi al filone di analisi che l'Associazione ha promosso al suo interno sul tema degli "*intangibles*" (cfr. i numerosi articoli pubblicati sulla Rivista, oltre a due Quaderni specifici), Trasi ha sottolineato come la *governance* societaria sia un importante *asset* intangibile e uno dei maggiori *value drivers* a disposizione dell'impresa stessa. In proposito egli ha auspicato che l'analisi tradizionale economico-finanziaria possa essere sistematicamente accompagnata da una specifica analisi sulla *Corporate Governance* dell'emittente da parte degli analisti.

Personalmente, condivido appieno tale auspicio, che ho fatto mio da alcuni



anni, occupandomi di elaborare in *outsourcing* per conto di investitori istituzionali internazionali delle analisi della *Corporate Governance* di aziende quotate che arricchiscano e completino l'analisi finanziaria tradizionale.

LA RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE SUI "NED"

Per completare le riflessioni sull'incontro Aiaf del 6 luglio scorso, ritengo utile riprendere alcuni punti sugli amministratori indipendenti già trattati in un mio precedente articolo pubblicato dalla Rivista¹, ricollegandoli alla Raccomandazione della Commissione europea del 15 Febbraio 2005² (*in proposito rinviavo il lettore anche all'articolo di Giocchino Foti pubblicato nelle pagine precedenti nella sua rubrica fissa "Antenna Europa" – N.d.r.*).

In questo quadro, va anche qui richiamato l'invito fatto da Tognoli ad inserire l'analisi della composizione del Consiglio di Amministrazione nella valutazione della volatilità e soprattutto della sostenibilità dei *free cash flows* nel tempo. La composizione del Consiglio di Amministrazione rappresenta, infatti, una sorta di "garanzia" per il rispetto dei programmi di crescita futura dell'azienda, soprattutto quando si tratta di piccole e medie imprese, come sono quelle che caratterizzano l'ossatura imprenditoriale nazionale. Aggiungo che una visione equilibrata del governo societario possa risultare in un profondo senso di responsabilità dell'impresa nei confronti del contesto dove opera e delle proprie controparti, i c.d. *stakeholders* nella teoria della CSR.

L'analisi della Corporate Governance

Nell'analisi della *Corporate Governance*, tuttavia, è sì importante e significativa la composizione del Consiglio di Amministrazione, ma vanno presi in considerazione l'insieme dei processi aziendali, la gestione di eventuali conflitti di interesse, dei rischi aziendali e dei flussi informativi, all'interno e all'esterno dell'azienda, nonché il tipo di equilibrio all'interno e all'esterno del CdA, nei rapporti con il collegio sindacale, il revisore esterno e la funzione di controllo interno. Vanno prese in considerazione le procedure per le operazioni con parti correlate. In vari gruppi italiani ci sono infinite operazioni con parti correlate, di cui solo le più rilevanti passano al vaglio del Consiglio di Amministrazione, dove gli indipendenti dovrebbero avere voce in capitolo, prevenendo eventuali conflitti di interesse. Si tratta, come si può ben capire, anche partendo dalla premessa che i consiglieri siano *'todos caballeros'* (per anticipare qui una felice definizione che ritroviamo nell'articolo di Morganti) di un arduo lavoro. Ci sono poi casi paradossali in cui gli istituti giuridici nazionali non combaciano con quelli di altri Paesi: per esempio, le società italiane con titoli quotati anche sul mercato nordamericano devono rispettare la nuova normativa del Sarbanes Oxley e definire al loro interno un *audit committee*. Il risultato è che alcune società comunicano che il loro *audit committee* è il collegio sindacale, altre il Comitato per il Controllo Interno. Più che sulle denominazioni, la cosa importante credo sia quella di mettersi d'accordo sui ruoli e sulle funzioni svolte.

Il principio della "comply or explain" in rapporto alla "best practice"

La Raccomandazione della Commissione Europea sul ruolo degli amministratori indipendenti e i Principi della Ned Community vanno nella direzione di fornire delle linee guida e dei criteri da adattare alle fattispecie nazionali. In ragione della complessità del tema – si sottolinea al punto (4) della Raccomandazione della Commissione – come "l'adozione di norme vincolanti e dettagliate non rappresenti necessariamente la maniera più efficace ed auspicabile per conseguire gli obiettivi fissati", più adeguato sembrerebbe invece il principio del "rispetta o spiega" (*"comply or explain"*), in base al quale si chiede alle società di spiegare le loro prassi, facendo riferimento a una serie definita di migliori pratiche raccomandate (*"best practice"*). Se si adotta questo principio, gli Stati membri dovrebbero fare riferimento alle pertinenti raccomandazioni sviluppate dai principali partecipanti al mercato e quindi delineare una serie di criteri di riferimento attraverso un processo consensuale, come quello che nel Regno Unito è stato inaugurato da Lord Cadbury e ha portato a continui aggiornamenti del Combined Code. Purtroppo questo approccio

NOTE

¹ "Un punto sullo stato dell'arte del Ddl sul risparmio" - pag. 27 del n. 54 (Aprile 2005).

² Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 sul "Ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio di amministrazione o di sorveglianza" (2005/162/CE).



sembra poco consono alla cultura nazionale, per cui i tavoli di lavoro difficilmente raccolgono i principali rappresentanti del mercato e per lo più rappresentano solo una parte, ad es. gli emittenti, mentre gli investitori, gli analisti e i rappresentanti dei piccoli risparmiatori (che per lo più non sono rappresentati), dovrebbe sedersi allo stesso tavolo e delineare insieme le migliori pratiche da raccomandare agli emittenti.

Gli scandali finanziari e il ruolo degli Amministratori Indipendenti

La Raccomandazione della Commissione del 15 Febbraio 2005 fa seguito sia al piano d'azione adottato dalla stessa Commissione in data 21 Maggio 2003 "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire", sia alla risoluzione del 21 Aprile 2004 del Parlamento europeo con la quale viene accolto il piano d'azione e viene chiesto alla Commissione di proporre regole volte a prevenire e ad eliminare i conflitti d'interesse. Infatti, i conflitti di interesse degenerati in frode e reati vari sono alla base degli scandali societari dell'America di Enron, Worldcom, ecc. e dell'Europa di Ahold, Vivendi, fino a Cirio e Parmalat. Per la Commissione, gli amministratori indipendenti svolgono un ruolo importante e ben esplicitato al punto (3) della Raccomandazione della Commissione, che è proprio quello di controllare l'operato degli amministratori esecutivi e di vigilare per prevenire e risolvere situazioni in cui sia presente un conflitto di

interesse. Una tale azione è possibile solo se ci sia una effettiva indipendenza degli amministratori senza incarichi esecutivi e l'Allegato II della raccomandazione cerca in proposito di tracciare un profilo dell'indipendenza più calato nella casistica reale di quanto fino ad ora sembra avere fatto la nostra normativa nazionale, che tuttavia non può pretendere di essere esauriente, data la complessità della materia (*cf. in proposito l'articolo di Morganti e quanto afferma sul Principio Guida di Ned Community*). La Raccomandazione, così come i Principi Guida della Ned Community, ribadiscono inoltre che la valutazione di indipendenza si deve sempre basare sulla sostanza e non sulla forma. Quando è scoppiato lo scandalo Parmalat molti commentatori hanno parlato di mancato funzionamento dei controlli, ai diversi livelli. Gli amministratori indipendenti si pongono, senz'altro, al primo livello dei controlli. Nella relazione sulla *Corporate Governance* di Parmalat, figuravano come indipendenti amministratori che non lo erano affatto. La riflessione internazionale e anche nazionale sta mettendo in evidenza il ruolo fondamentale svolto dagli amministratori indipendenti nel vigilare sull'operato dell'amministratore delegato e degli altri amministratori con cariche gestionali e nel dirimere le delibere controverse viziati dall'eventuale conflitto di interesse di alcuni consiglieri. Affinché tale funzione di vigilanza sia efficace e sufficientemente indipendente, gli amministratori indipendenti, ossia liberi di qualsiasi conflitto di interesse rilevante, devono essere in numero

sufficiente³ in Consiglio (8). In particolare, il loro ruolo di vigilanza è fondamentale in tre aree, che più di altre risentono del manifestarsi di conflitti di interesse, soprattutto quando non rientrano nella responsabilità diretta degli azionisti: la nomina e la retribuzione degli amministratori e la revisione dei conti (9)⁴. La Commissione raccomanda quindi la creazione di Comitati per la nomina, la retribuzione e il controllo interno o la revisione dei conti, che siano composti in maggioranza da amministratori indipendenti. Tali Comitati per lavorare in modo efficiente hanno bisogno di avere a disposizione un budget adeguato per ricorrere a consulenze specifiche e pareri tecnici e legali. Ad es., nel caso di operazioni straordinarie, il ruolo degli indipendenti può essere molto importante nella determinazione del prezzo, svolgendo quindi la funzione di presidio del mercato e della *fairness* dell'operazione. Dunque certe decisioni rilevanti per la vita aziendale dovrebbero essere subordinate all'opinione degli indipendenti e per gli stessi andrebbe previsto un budget adeguato per ricorrere a consulenze specifiche. Il Consiglio di Amministrazione dovrebbe procedere ad una valutazione periodica della sua composizione, organizzazione e funzionamento, così come

NOTE

³ Ned Community al Principio Guida n. 21 ritiene opportuno che il numero degli amministratori indipendenti sia non meno di un terzo del numero dei membri del Consiglio.

⁴ Si veda anche il Principio Guida n. 7 della Ned Community.



dell'operato rispetto agli obiettivi prefissati (Sezione II, 8.).

Una prassi utile che dovrebbe essere incentivata è quella di promuovere incontri separati degli amministratori indipendenti, generalmente prima che si tenga un Consiglio, sotto la guida di un c.d. *lead independent director* (cfr. Principio Guida n. 6 della Ned Community).

Per dare più stabilità al ruolo dei *non executive directors*, andrebbe prevista una durata minima della carica, correlata con quella del Consiglio e una modalità di revoca analoga a quella degli altri amministratori (Sezione III, 10.). Il rinnovo poi non dovrebbe superare i tre mandati, per complessivi 12 anni, per evitare che periodi troppo lunghi ne ammorbidiscano l'indipendenza (Allegato II, h), mentre il Principio Guida n. 15 di Ned Community prevede complessivi 9 anni.

Riflessioni conclusive

Per concludere riprendo alcune considerazioni già fatte nel mio contributo al n. 54 della Rivista. Sarebbe utile inserire nella relazione annuale sulla CG un'informativa sull'attività svolta dai *non executive directors* e sulla loro partecipazione alla vita aziendale. Contemporaneamente è importante riflettere sul grado di responsabilizzazione degli indipendenti, in quanto tale funzione potrebbe diventare così onerosa in considerazione della remunerazione relativamente contenuta, da non trovare più candidati disponibili. Pertanto, le responsabilità andrebbero graduate. Fondamentali sono poi le

competenze dei *non executive directors*. Spesso vengono scelti o ex CEO, CFO in pensione, oppure dei banchieri in pensione ecc., che sono figure di tutto rispetto dell'*establishment*, ma che difficilmente svolgono il ruolo piuttosto ingrato del "cane da guardia" del "*watchdog*". D'altronde, anche il contesto generale non premia le logiche indipendenti, ma quelle di appartenenza, che prevalgono nel sistema in Italia, in economia come in politica. Infine, l'ultima considerazione sui conflitti d'interesse nel mercato. Si è in passato dimostrata l'inefficacia dei *chinese walls*, tuttavia, il caso italiano prevede un ulteriore elemento di criticità, in quanto i fondi sono per lo più controllati dalle banche. In questo senso, andrebbero studiati dei meccanismi per rendere autonomi i fondi di gestione (la sottoscrizione di un protocollo di indipendenza sembra essere insufficiente). Forse sarebbe utile in questo senso prevedere nelle IPOs una maggiore responsabilità dello sponsor (una sorta di obbligo di patronage sul titolo). Ma anche utile sarebbe la riflessione sulla *governance* dei fondi e degli OIC, come sembra richiamare anche la Raccomandazione della Commissione al punto (3) e come avviene nel Combined Code inglese. Infine, per concludere, unendomi all'auspicio di Giampaolo Trasi mi auguro che l'analista finanziario, e in particolare l'analista che all'analisi fondamentale aggiunge quella della *Corporate Governance*, non si accontenti mai delle affermazioni

fatte a scopo di marketing, ma vada sempre a scavare sotto la superficie, a incrociare e riconciliare i dati e la loro coerenza con le affermazioni del management in prospettiva storica.

Il ruolo della Ned Community

Franco Morganti, membro del CD della NedCommunity, Amministratore



indipendente di Enel e Wind fino al 2005, è anche un noto pubblicista (è commentatore del Sole 24ore) e ha fatto parte

per alcuni anni del Comitato scientifico di questa Rivista. Dopo aver presentato la sua relazione al Convegno, ha accettato di collaborare a questo servizio a più voci per illustrare agli analisti il ruolo degli amministratori indipendenti. Ringraziamo Morganti che è anche un vecchio amico personale di molti tra noi.

TODOS CABALLEROS

Uno spettro si aggira per l'Italia (per l'Europa un po' meno), ormai da sei anni, da quando nel 1999 Borsa italiana pubblicò il primo Codice Preda, che sarebbe giusto chiamare col suo nome di "Codice di Autodisciplina".

È lo spettro dell'Amministratore indipendente (AI nel seguito). È ben vero che il Codice ne dava una prima definizione, ma a giudicare da quello che è successo poi in Italia in questi sei anni, l'ombra di Banco dell'AI meritava un approccio più severo.

Si sono visti interi consigli d'amministrazione qualificarsi come

