

Fondata nel 1991

Direttore responsabile

Franco Biscaretti di Ruffia

Comitato di redazione

Salvatore Cozzolino, Andrea Gasperini,
Stefano Volante

Sommario

Editoriale	Quale etica, quali regole, quali sanzioni per il futuro dei mercati ? <i>a cura della Direzione</i>	1
La Lente	Regole e regolatori: le parole senza fatti di Pittsburgh <i>di Donato Masciandaro</i>	5
Governance	Profili di governance nei mercati e negli intermediari <i>di Daniela Carosio</i>	7
Gestione	Imprevisti e delusioni degli ultimi 10 anni di risparmio gestito <i>di Elio Catarinella</i>	15
Mercato mobiliare	A chi interessa davvero una Borsa ipertecnologizzata a Londra? <i>di Giovanni Bottazzi e Alfonso Scarano</i>	19
Valutazione	La valutazione della PMI: un confronto fra analisti ed esperti contabili <i>di Alessandra Tami</i>	23
Enti pubblici	Analisti finanziari e sostenibilità delle aziende sanitarie pubbliche <i>di Maria Sorbo, Giovanni Camera, Teodoro Loverdos e Alfonso Scarano</i>	31
Varie	Cassa Depositi e Prestiti, ovvero: CDP. Chi è costei? <i>di Michelangelo Nigro e Alfonso Scarano</i>	35

Gli articoli, che compongono la Rivista, esprimono l'opinione degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale dell'Associazione

Questo numero è stato chiuso in redazione il 13 ottobre 2009

Editore
AIAF Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

Segreteria di Redazione: Ivana Bravin

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

Fotocomposizione
Service provider: Audacia srl - Via Crimea, 27
Collegno (TO) - sito internet: <http://www.aiaf.it>
Abbonamento annuale (comprensivo di password
per l'accesso alla Rivista online sul sito www.aiaf.it)
€ 83,33 + IVA Italia, € 100,00 + IVA Estero)
Copie arretrate
Rivista € 20,00 + IVA, Quaderni € 25,00 + IVA



di Daniela Carosio*

Profili di governance nei mercati e negli intermediari

La crisi finanziaria ha messo in evidenza la fragilità della *governance* dei mercati e degli intermediari. Nell'ambito dell'ultimo incontro del G20 a Pittsburgh di fine settembre i partecipanti hanno ribadito la necessità di riformare il sistema finanziario internazionale, senza però arrivare ad un concreto risultato. C'è inoltre il timore che con i primi timidi segnali di normalizzazione della situazione dei mercati si ritorni al *'business as usual'* e venga meno l'urgenza di riforma del sistema finanziario internazionale. Così si correrebbe il rischio di ulteriori e più virulente crisi a venire¹.

E' opportuno prima di entrare nel merito del tema rispondere alla domanda se dopo questa crisi abbia ancora senso parlare di *corporate governance*.

Secondo Guido Rossi² no, in quanto 'le grandi imprese sono in realtà organismi fragili, ad altissimo rischio di crisi ... e non è pensabile che la gestione di questi rischi sia affidata a valutazioni, programmi e controlli elaborati e gestiti solo dalle imprese e dai contratti. Questo è il vero limite dell'autoregolamentazione, e di un atteggiamento fideistico nei confronti del contrattualismo'. Per questo egli sostiene il primato del diritto sull'autoregolamentazione o *lex mercatoria*³ e la necessità della creazione di una struttura legale internazionale, con efficacia garantita da una corte internazionale. Perché afferma "l'autopoiesi dei mercati ha ormai raggiunto, e superato, il punto di non ritorno".

Pur condividendo la critica di Guido Rossi e la sua preoccupazione di giurista di ribadire il primato del diritto, rimango una sostenitrice della *corporate governance*, come strumento conoscitivo. Ritengo che l'autopoiesi dei mercati sia insita nell'attività economica, così come la

ricerca di un equilibrio degli interessi in gioco, che porta a dotarsi di una determinata *governance*. In altre parole, per analizzare e comprendere le logiche del sistema vanno prese in considerazione le varie forme di *governance* degli intermediari del mercato.

Inoltre, condivido la necessità di dotarsi di una architettura di sistema sovranazionale che governi la complessità e la *governance* policentrica dei vari intermediari. Va però risolto l'aspetto nodale della cattura dei *regulators* e l'importanza di salvaguardare l'indipendenza delle Authorities dalla politica.

Vorrei qui portare la mia esperienza di analista di *corporate governance* nell'ultimo decennio. Due sono i concetti che vorrei qui ribadire. Forse delle ovvietà, ma che spesso mi sembrano trascurate.

Il primo è che per studiare la *governance* degli emittenti di un Paese, bisogna conoscere la *governance* degli investitori e come quest'ultima influenza le loro scelte di investimento. I due concetti sono speculari e ritengo vadano analizzati come le due facce di una stessa medaglia. Altrimenti l'analisi di *governance* diventa una mera compilazione di formulari prestampati (il c.d. *box ticking*).

Il secondo è che il concetto di *corporate governance* viene dal mondo anglosassone. I codici inglesi di *corporate governance* sono stati il modello per tutto il mondo. Per questo nelle prossime pagine ho cercato di approfondire l'impianto del

Cadbury Code, così come l'evoluzione negli Stati Uniti dalla Treadaway Commission al Sarbanes Oxley Act. Se quello anglosassone è stato il modello ovunque seguito nel mondo, ogni Paese lo ha adeguato alla sua tradizione e alle specificità del suo impianto giuridico.

Definizione del concetto di *corporate governance*

In sintesi, è possibile definire la *corporate governance*, come insieme di regole, istituzioni e pratiche che minimizzano i costi di agenzia e la divergenza tra i risultati sociali e privati dell'attività di impresa⁴.

L'elemento centrale della *corporate governance* è dato dalla presenza nel sistema di governo dell'impresa dei cosiddetti *checks and balances*, espressione coniata dal linguaggio politico proprio delle democrazie occidentali per indicare i pesi e i contrappesi che garantiscono l'equilibrio dei poteri in una democrazia. Ne è un sinonimo la separazione dei poteri teorizzata in epoca illuministica dal Barone di Montesquieu.

E' importante notare che l'equilibrio dei poteri è prima di tutto una *pratica* e

* Socio Aiaf dal 1999, membro del Collegio dei Probiviri e membro della Commission on Environmental, Social and Governance Issues - C ESG dell'EFFAS, Responsabile area ricerca SRI, Etica SGR.

¹ Martin Wolf, "Finding a route to recovery and reform gets tough now", *Financial Times*, October 6 2009.

² Guido Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008.

³ Vista come 'la copertura, nemmeno troppo efficace, di un "diritto del più forte" apertamente contrapposto a quello dello Stato e dei legislatori che ormai appare come "estrema riserva Apache del diritto propriamente inteso".

⁴ R.A.G. Monks and N. Minow, *Watching the Watchers: Corporate Governance for the 21st Century*, Cambridge, Blackwell Publisher, 1996.



Profili di governance nei mercati e negli intermediari



come tale esso non si riduce a istituzioni astratte, codici di *best practice* o vere e proprie leggi. Le leggi, i codici di *best practice* e i regolamenti, esterni ed interni, sono certo indicativi di uno stato delle cose e della risposta strutturata a determinate esigenze e bisogni nel gioco economico e in quello aziendale. Ma la *corporate governance* si valuta in primo luogo osservando e analizzando nel tempo le decisioni del management, le strategie aziendali, il renderne conto agli *stakeholders (accountability)*, l'informativa societaria, le pratiche e i comportamenti, con particolare attenzione alle operazioni con parti correlate. E, ancora, la qualità delle informazioni e la loro tempistica a tutti i membri dell'organo di gestione, l'uso delle informazioni in azienda e il modo (trasparenza) in cui vengono rilasciate al mercato.

La *corporate governance* si preoccupa dunque di fornire un bilanciamento degli interessi e dei potenziali conflitti tra i diversi attori, attraverso un compendio di *checks and balances*, di pesi e contrappesi dei vari poteri. Questi ultimi risentono sia della struttura proprietaria e del modello societario, sia delle caratteristiche dei mercati finanziari.

Questi ultimi sono a loro volta governati da regole di *governance* riguardanti l'operatività di intermediari, di istituzioni finanziarie, di investitori istituzionali, di analisti finanziari, di società di revisione, di società di rating, ecc.

Nel mondo anglosassone prevale il modello della *public company* con azionariato diffuso e il modello societario è quello monistico (*one tier*).

In questo contesto per via della dispersione dell'azionariato i proprietari si trovano in una situazione di debolezza contrattuale nei confronti dei *managers*.

La *corporate governance* anglosassone ha come principale obiettivo il contenimento dei costi di agenzia (*agency cost*) propri della divergenza di interessi tra proprietà e controllo. Come? Attraverso la separazione di ruoli e compiti all'interno del Board, la definizione dei compiti e responsabilità dei vari Comitati e la designazione di specifiche procedure e prassi. Vi rientrano l'identificazione di incentivi per l'allineamento degli interessi, da sottoporre a continua verifica e alla prova dei fatti, come ad esempio è successo con l'attribuzione di azioni o *stock option* al management.

Ne sono, infatti, derivati effetti perversi quali, ad esempio, la propensione da parte del management alla cosmesi contabile (*window dressing*), se non addirittura alla frode contabile.

Nell'Europa continentale dove prevale il modello di impresa familiare con uno o più azionisti di maggioranza e il modello societario prevalente è quello dualistico (*two tier*) o latino, il problema che la *corporate governance* è qui chiamata a risolvere è il potenziale conflitto tra maggioranze e minoranze, che sono in posizione di debolezza contrattuale, con particolare attenzione alle operazioni con parti correlate e alla gestione della politica di direzione e controllo all'interno di uno stesso gruppo.

Corporate governance e mercati finanziari

Il tema della *corporate governance* è strettamente legato alle imprese a capitale diffuso e le prime vere società a capitale diffuso, dopo le esperienze delle repubbliche marinare italiane, sono state le compagnie delle Indie, prima olandesi e poi inglesi, che hanno finanziato le imprese d'oltremare attraverso i capitali raccolti presso una pluralità di azionisti che ne hanno sopportato i rischi. Come

governare i differenti interessi che nella società per azioni vengono rappresentati e garantire equilibri di potere che consentano alla società di adempiere allo scopo sociale con efficacia e in maniera efficiente? E' la domanda cui si è cercato di dare risposta con la *corporate governance*.

Il tema della *corporate governance* è diventato di crescente rilevanza con lo sviluppo dei mercati finanziari internazionali e la crescente diversificazione internazionale degli investimenti da parte dei fondi pensione e dei fondi di investimento. E in questo quadro la globalizzazione e la crescita delle economie dei Paesi emergenti ha contribuito decisamente alla crescita dei flussi finanziari internazionali.

Parallelamente all'evoluzione dei sistemi pensionistici e di welfare nel mondo occidentale si è reso necessario assicurare la tutela dei rispettivi investimenti e più in generale del risparmio gestito.

D'altro canto, i vari Paesi hanno sviluppato una propria sensibilità ai temi della *corporate governance* che risente delle rispettive tradizioni culturali, sia di diritto societario che di tipologia di impresa e degli intermediari di mercato. La tradizione anglosassone è quella che ha fatto scuola in termini di *best practice*, in quanto è nel mondo anglosassone che troviamo i mercati finanziari e borsistici più sofisticati. Per inciso di tale primato anglosassone in economia e finanza, Max Weber in *L'Etica Protestante e lo Spirito del Capitalismo* (1904) ci fornisce una interessante interpretazione culturale e religiosa.

E sempre nel mondo anglosassone, l'attuale crisi finanziaria sta portando i maggiori ripensamenti.

Si veda anche la dura critica che Lord Turner, Chairman del FSA, l'organo di

sorveglianza dei mercati nel Regno Unito, ha fatto nei confronti delle banche all'incontro annuale della City ospitato dal sindaco di Londra a fine settembre⁵.

Le teorie sulla corporate governance

La prima vera teorizzazione della corporate governance si fa risalire agli anni '30 del secolo scorso, quando i giuristi Berle e Means⁶ misero in evidenza i rischi connessi con l'ascesa nelle grandi *corporations* statunitensi di una potente classe di managers professionisti che non rispondevano più del loro operato agli azionisti (*managerialism*). L'epoca era quella successiva alla c.d. *'era of finance capital'* del 1895-1920 culminata con la caduta dei mercati nel 1929 e la *Great Depression*. Le tesi del *managerialism* non vennero prese in considerazione dalla teoria neoclassica che vedeva l'impresa come un attore unitario che risponde alle logiche di mercato e massimizza il profitto, ma influenzarono negli anni '60 le riflessioni della *transaction cost economics* che vedevano la decisione di internalizzare la produzione e la distribuzione in una impresa come il frutto di una scelta discrezionale del manager per ridurre i costi di transazione del mercato⁷. Negli anni '70 furono gli economisti dell'*Agency Theory* a riprendere le tesi di Berle e Means sui rischi e le criticità derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo e a sollevare il problema dei cosiddetti *agency cost*, dove in condizioni di informazioni incomplete e asimmetriche l'*agent* (l'amministratore delegato) non risponde più del proprio operato al *principal* (il proprietario o azionista) che lo ha delegato ed è necessario introdurre degli incentivi di allineamento degli interessi (*alignment*

*of incentives*⁸). Questo è il tema rilevante dell'*accountability*, letteralmente il rendere conto della delega ricevuta, quale principio fondamentale anche di democrazia economica.

Governance versus Government

Negli ultimi trent'anni lo sfondo culturale dello sviluppo della *corporate governance* è stato, da un lato, caratterizzato dall'affermarsi in politica del neoliberismo e in economia della *Reaganomics* o *supply-side economics*, influenzata dai teorici del monetarismo della scuola di Chicago; dall'altro, dalla reazione ai grandi scandali finanziari dell'inizio degli anni '90 in Gran Bretagna prima e in Giappone poi e dell'inizio del 2000 negli Stati Uniti e in Europa continentale. Ronald Reagan (1980-1989) negli Stati Uniti e Margaret Thatcher (1979-1991) in Gran Bretagna danno un'impronta decisamente liberista alle proprie economie che è continuata negli anni '90 e nel nuovo millennio. La *governance* intesa come autoregolamentazione del Mercato viene contrapposta al *government*, inteso come legge dello Stato.

La fiducia incondizionata nel mercato ha subito una prima incrinatura con gli scandali finanziari che hanno colpito all'inizio degli anni '90 la Gran Bretagna e all'inizio del nuovo millennio gli Stati Uniti e l'Europa. In Gran Bretagna nel 1991 è stato costituito un comitato presieduto da Lord Cadbury per ridare fiducia al sistema attraverso una riflessione seria su come migliorare la trasparenza e la *corporate governance* delle società quotate, aumentando contemporaneamente gli oneri degli adempimenti burocratici e normativi (*compliance*). Gli scandali finanziari negli Stati Uniti hanno provocato un inasprimento normativo da parte del Congresso con la

promulgazione del *Sarbanes and Oxley Act* nel luglio del 2002 e di una serie di regolamenti da parte della SEC il cui potere ispettivo e sanzionatorio è stato aumentato notevolmente, in controtendenza con la sua precedente tradizione liberista⁹. L'ultimo e più grave colpo è quello inferto dalla crisi finanziaria globale.

Governance e Codici di best practice

Una trattazione teorica sulla *corporate governance* richiede un approccio multidisciplinare economico-finanziario e giuridico, così come attenzione agli aspetti culturali che hanno influenzato e accompagnato l'evoluzione di determinate pratiche e la loro traduzione in regole ed istituzioni. Nella tradizione della *Common Law* anglosassone, ad esempio, prevale il diritto consuetudinario di formazione giurisprudenziale che definisce i principi

NOTE

- 5 "Banks need to refocus their energies, not on those overcomplex products of no real use to humanity but on their core functions of providing savings and credit and payment products to customers." "Not all financial innovation is valuable, not all trading activity plays a useful role, and a bigger financial system is not necessarily a better one", *FT*, September 23 2009.
- 6 Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Harcourt, 1932.
- 7 Oliver E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, NJ, Prentice-Hall, 1964; Herbert A. Simon, *Administrative Behaviour*, NY, Macmillan, 1957; Alfred D. Chandler, *The Visible Hand*, Cambridge, Harvard University Press, 1977.
- 8 Michael C. Jensen and William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (1976): 305-360; Eugene F. Fama and Michael Jensen, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics* 26 (1983): 301-325.
- 9 Roberta S. Kamel, "The SEC Goes Abroad to Regulate Corporate Governance", *Stetson Law Review* (2004).



Profili di governance nei mercati e negli intermediari



e la *best practice*.

La giurisprudenza è infatti la principale fonte del diritto, con un ridotto intervento del diritto legislativo. Nella tradizione del diritto romano-giustiniano della *Civil Law* continentale prevale invece il diritto legislativo e l'educazione dei giuristi si fonda più sulla dottrina e la legislazione che sulla giurisprudenza.

Fino al Serbanes Oxley del 2002, nel mondo anglosassone ci si è mossi attraverso processi consultivi di produzione di codici di autoregolamentazione che fissano i principi della *best practice* e talora, come nel caso del *Combined Code*, si è chiesto agli emittenti titoli quotati di aderire secondo la logica del *comply or explain*.

Dato il carattere di autogoverno volontario proprio della corporate governante il principio della *best practice* tipico dei mercati anglosassoni ha fatto scuola anche nei Paesi caratterizzati da un sistema giuridico di *Civil Law*. In particolare il *Combined Code*, originariamente *Cadbury Code*, in quanto nato dall'impulso del comitato preceduto da Lord Cadbury con l'enunciazione dei suoi 17 principi, di cui 14 per gli emittenti e 3 per gli investitori istituzionali, ha influenzato i principali codici europei e anche il nostro Codice di Autodisciplina per le società quotate redatto dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana SpA, in particolare nella sua terza edizione del marzo 2006, dove anche da noi si introduce il principio del *'comply or explain'*.

Il dibattito sulla *Corporate Governance* è stato anticipato nel Regno Unito rispetto all'Europa continentale già all'inizio degli anni 90, quando nel 1992 in seguito all'ondata di scandali finanziari (BCCI, Maxwell, ecc.) che aveva scosso il Paese, il comitato presieduto da Lord

Cadbury (*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*) e composto in larga parte da personalità indipendenti, ha prodotto il primo *Code of Best Practice (Cadbury Code¹⁰)* definito la *Magna Charta della Corporate Governance*. Negli anni successivi, è continuata l'opera di codificazione privatistica attraverso una serie di documenti confluiti nel *Combined Code* del maggio del 2000. Tra i principali documenti prodotti ci sono il rapporto stilato dal Comitato Cadbury sulla efficacia e il livello di applicazione del Codice (*Compliance with the Code of Best Practice*, 1995), il rapporto Greensbury sulla remunerazione degli amministratori (*Greensbury Committee Report on Directors' Remuneration*, 1995) e il rapporto finale (*Hampel Report*) del 1998, redatto dal Comitato presieduto da Sir Hampel che nel 1996 ha ereditato da Lord Cadbury la guida del *Committee on Corporate Governance* allargato a nuovi sponsor (tra cui le associazioni degli imprenditori, dei consiglieri di amministrazione, delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione) e ne ha raccolto l'eredità della verifica programmata dei Codici Cadbury e Greensbury che poi ha fatto confluire nel *Combined Code*, summa e sintesi di otto anni di attività di tre comitati per la *corporate governance*.

Il *Combined Code* contiene entrambi i principi (*Principles of Good Governance*) e le prescrizioni dettagliate del codice (*Code of Best Practice*), due documenti snelli redatti con chiarezza e precisione, entrambi articolati a loro volta in due sezioni, rispettivamente, per le società e gli investitori istituzionali.

I principi guida del Combined Code per le Società sono in sintesi:

1. l'esistenza di un *Board* efficace che detiene la gestione ed il controllo della società;
2. la chiara ripartizione di responsabilità all'interno del *Board* tra chi gestisce la società (*Chief Executive Officer*) e chi detiene il controllo della gestione e coordina l'attività del *Board* (*Chairman*);
3. l'equilibrio nel *Board* deve essere garantito dalla presenza di amministratori non esecutivi e indipendenti (gli amministratori non esecutivi devono essere almeno 1/3 e la maggioranza di questi deve essere indipendente);
4. la trasparenza dei processi di nomina dei membri del *Board* (il Comitato di nomina deve essere composto in maggioranza da amministratori non esecutivi);
5. la responsabilità del *Chairman* e del segretario del *Board* nel garantire il

NOTE

¹⁰Di seguito si riporta un estratto della prefazione di Lord Cadbury nel quale vengono chiariti i principi sui quali si basa il *Code*: *openness, integrity and accountability*. "They go together: Openness on the part of companies, within the limits set by their competitive position, is the basis for the confidence which needs to exist between business and all those who have a stake in its success. An open approach to the disclosure of information contributes to the efficient working of the market economy, prompts boards to take effective action and allows shareholders and others to scrutinize companies more thoroughly. Integrity means both straightforwardness and competentness. What is required of financial reporting is that it should be honest and that it should present a balanced picture of the state of the company's affairs. The integrity of reports depends on the integrity of those who prepare and present them. Boards of directors are accountable to their shareholders and have to play their part in making that accountability effective. Boards of directors need to do so through the quality of the information which they provide to shareholders, and shareholders through their willingness to exercise their responsibilities as owners" Lord Cadbury, 1992.

- flusso informativo nei tempi e nella qualità;
6. la valutazione annuale del lavoro del Board, dei Comitati e dei singoli amministratori;
 7. La necessità di sottoporsi ad intervalli regolari e frequenti a rielezione sulla base dei risultati conseguiti;
 8. la chiarezza e trasparenza delle procedure di remunerazione dei membri del Board, con una remunerazione dei membri esecutivi che tenga in considerazione la performance individuale e della società (nel *Code of Best Practice* si specifica che il Comitato di remunerazione deve essere composto esclusivamente di amministratori non esecutivi e indipendenti e la dichiarazione sulla remunerazione va annessa ai documenti contabili, il c.d. *Remuneration Report* che va approvato dall'Assemblea degli azionisti);
 9. Trasparenza delle procedure. Nessun amministratore può decidere il proprio pacchetto remunerativo;
 10. il dialogo con gli investitori istituzionali fondato sulla mutua comprensione dei rispettivi interessi e obiettivi;
 11. l'uso costruttivo delle assemblee per comunicare con i piccoli azionisti (i voti di delega vanno esplicitamente contati e indicati per ogni specifica risoluzione specificando quelli a favore e quelli contro);
 12. i documenti economico-finanziari devono fornire una visione equilibrata e comprensibile della situazione presente della società e delle sue prospettive future;
 13. deve esistere un solido sistema di controllo interno per la salvaguardia dell'investimento degli azionisti e dell'attivo della società;

14. la presenza di procedure formali e trasparenti per il Comitato di *Audit* (composto di almeno 3 direttori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti) e il rapporto con i revisori contabili (di cui va valutata l'indipendenza e oggettività).

I principi guida del Combined Code per gli Investitori Istituzionali sono in sintesi:

1. la responsabilità di fare un uso avveduto dei voti (assicurandosi che le proprie intenzioni di voto vengano tradotte nei fatti);
2. il dialogo con le società fondato sulla mutua comprensione dei rispettivi interessi e obiettivi;
3. la valutazione accurata di tutti i fattori rilevanti della Governance delle società e, in particolare, quelli relativi alla struttura e composizione del Board.

Il *London Stock Exchange* ha incluso tra i suoi requisiti di quotazione (*Listing rules*) tre distinte dichiarazioni sulla CG:

1. la dichiarazione sulle modalità in cui vengono applicati i principi guida del *Combined Code*;
2. la dichiarazione di conformità alle prescrizioni del *Code of Best Practice (Statement of Compliance)* e, laddove questa manchi, va reso conto delle motivazioni dello scostamento con certificazione dei revisori;
3. la dichiarazione sulla remunerazione degli amministratori (*Statement on directors' remuneration*).

In seguito allo *shock* causato dalle vicende Enron, WorldCom e Tyco, che conducono gli Stati Uniti a optare per una disciplina prescrittiva, compendiata dal Sarbanes-Oxley Act, in Gran Bretagna invece si preferisce mantenere l'approccio volontaristico e al *Combined Code* seguono altri importanti rapporti: il *Turnbull Report* (1999) sui controlli

interni, lo *Higgs Report* (2003) sul ruolo degli amministratori non esecutivi, e lo *Smith Report* (2003) sui comitati di controllo (*Audit Committee*).

Nel 2003 viene emanato un *Revised Combined Code* che prende il posto del codice precedente, attingendo anche alle linee guida del Turnbull, dello Higgs e dello Smith; l'ultima revisione del *Combined Code* è stata effettuata nel giugno 2006. Nello stesso anno viene riformato il diritto societario con il *Companies Act 2006*.

Corporate Governance negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti nel 1985 in reazione al fenomeno di incremento di bilanci falsificati è stata costituita la *National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, più comunemente conosciuta come *Treadway Commission*, dal nome del suo presidente James C. Treadway, per studiare i problemi relativi al sistema di reportistica dell'informazione finanziaria e contabile. Nell'ottobre del 1987 è stato pubblicato il rapporto della Commissione con 11 raccomandazioni per rafforzare l'efficacia dell'*Audit Committee* all'interno del Board of Directors, tra le quali la prescrizione da parte della SEC della presenza obbligatoria di un *Audit Committee* per le società quotate alle borse del NYSE, dell'AMEX e del NASDAQ.

Di seguito si riportano le 11 raccomandazioni per l'*Audit Committee*:

1. avere la disponibilità di un budget;
2. vigilare sul sistema di contabilità interna e sul sistema di controllo interno;
3. valutare l'indipendenza dei revisori;
4. supervisionare il processo di produzione del bilancio e delle



Profili di governance nei mercati e negli intermediari



- trimestrali;
5. la sua presenza nelle società quotate va resa obbligatoria dalla SEC;
 6. deve redigere annualmente un resoconto della propria attività;
 7. deve redigere uno proprio regolamento che deve essere rivisto e approvato da tutto il Board;
 8. deve rivedere annualmente i rapporti di consulenza affidati ai revisori;
 9. deve essere contattato dal *management* qualora ci siano opinioni in contrasto su significativi temi di contabilità;
 10. deve assicurarsi che il processo di reportistica contabile sia corretto e coordinato con il revisore;
 11. deve monitorare annualmente che i piani del *management* rispettino il Codice Etico della società.

In seguito ai grandi scandali americani di Enron, Worldcom, Tyco, ecc. è stato promulgato nel luglio 2002 il Sarbanes Oxley Act (SOX) dal nome dei due promotori, il senatore Paul Sarbanes e il deputato Michael Oxley.

Il SOX appesantisce considerevolmente gli obblighi di *compliance* per gli emittenti e inasprisce le pene monetarie e detentive per i CEO e i CFO che abbiano presentato documenti contabili falsi fino a 1 milione di dollari e 10 anni di detenzione per il dolo e fino a 5 milioni di dollari e 20 anni di detenzione per la frode.

NOTE

- 11 SEC, *Amendments to Rules Regarding Management's Report On Internal Control Over Financial Reporting*, August 27, 2007.
- 12 Jeremy Grant, "SEC plans more flexibility on Sarbox", *FT*, December 13 2006.
- 13 Per un maggior approfondimento vedasi gli articoli: "Il peso della Corporate Governance nella valutazione d'azienda" di Daniela Carosio, Franco Morganti, Anna Lambiasi, Gianni Pasini, *Rivista Aiaf* n. 56, Ottobre 2005 e "Gli strumenti della finanza per un mercato più equo" di Daniela Carosio, *Rivista Aiaf* online n. 1, Aprile 2005.

Istituisce il *Public Company Accounting Oversight Board* con funzioni ispettive sulle società di revisione (Sec. 101-109) e introduce una serie di norme per rafforzare l'indipendenza dei revisori. Tra queste: la rotazione del revisore responsabile ogni 5 anni, il divieto per il revisore di fornire servizi che non siano stati preventivamente approvati dall'*Audit Committee* e il riporto diretto all'*Audit Committee* cui va fatta una relazione periodica (Sec. 201-209).

Stabilisce la responsabilità diretta del CEO e del CFO sui documenti contabili ed esclude ogni possibilità di difesa basata sulla scusa del 'non ero a conoscenza di' (Sec. 302 e 404). Inasprisce il sistema dei controlli e il presidio della produzione dei documenti contabili (Sec. 301), attribuendo importanti compiti di supervisione all'*Audit Committee*.

Prende seriamente in considerazione il tema dei conflitti di interesse, anche degli analisti (Sec. 501).

Il SOX è stato oggetto di ampie critiche. In particolare, i costi di adempimento (*compliance*) del SOX, di cui alla Section 404 - *Management assessment of internal control* sono stati ritenuti troppo onerosi per le piccole e medie imprese e troppo onerosi per le società estere quotate sui mercati statunitensi, spinte per questo al delisting con pesanti ricadute quindi sulla competitività dei mercati azionari statunitensi.

L'Autorità di Vigilanza locale, la Security and Exchange Commission, ha pubblicato all'inizio del 2007 un emendamento¹¹ al fine di rendere meno rigida l'applicazione del SOX¹² e fornire agli amministratori esecutivi delle linee guida per adempiere correttamente il proprio compito di supervisione del sistema di controllo interno, secondo quanto previsto alla Section 404.

Corporate Governance in Italia¹³

In Italia il tema diventa rilevante nella seconda metà degli anni '90 con lo stimolo dato al mercato mobiliare con la creazione delle SIM, la privatizzazione delle ex partecipazioni statali, la costituzione di Borsa Italiana e la pubblicazione del Testo Unico sulla Finanza nel 1998. Successivamente nel 1999 con la pubblicazione della prima versione del Codice di Autodisciplina o Codice Preda, nel 2001 con la Legge 231 sulla Responsabilità amministrativa in capo alle persone giuridiche, la riforma del Diritto societario (L. 1 e 2 del 2004) e la Legge sulla Tutela del Risparmio (L. 262/2005) vengono introdotti nel nostro ordinamento una serie di istituti di *best practice* e di adempimenti che gli emittenti quotati sono chiamati a rispettare, per lo più importati dal mondo anglosassone, ma - a mio modesto parere - senza una logica organizzativa coerente.

L'elezione da parte della lista di minoranza di un o più consiglieri a seconda che i Consigli di Amministrazione abbiano meno o più di 7 membri, l'elezione del Presidente del Collegio Sindacale da parte della lista di minoranza, la figura del preposto alla redazione dei documenti contabili ed altre novità recenti hanno dotato l'Italia di un apparato di *corporate governance* allineato con la *best practice* internazionale.

La nozione relativa di *best practice* e la *compliance*

Spesso nell'analisi finanziaria e di *corporate governance* si usa parlare di *best practice*.

Mi preme qui sottolineare però la confusione che importare alcuni istituti in una tradizione culturale e giuridica che non è propria può generare. Un esempio interessante è dato in Italia

dalle varie normative così dette di compliance. Le aziende si trovano per prime a subire la confusione e sovrapposizione di competenze e ruoli che stanno generando le varie prescrizioni di *compliance* in Italia.

La legge 231 del 2001, che è di chiara impostazione anglosassone, appartiene a questo ambito. L'idea sottostante alla *compliance* è che esista una *best practice* ideale di processi e funzioni che, se rispettati, consentono ad una organizzazione di funzionare presidiando le criticità. Spesso accade che la mappatura dei processi scongiuri piccole irregolarità, lasciando inalterati gravi conflitti di interesse.

Il risultato è la felicità dei consulenti e la povertà degli uomini di azienda che si trovano imprigionati in camice di forza. Una serie infinita di questionari, formulari, processi e procedure finiscono per avere la precedenza sul cuore del proprio lavoro, relegato ad essere svolto nei ritagli di tempo. In questo senso è interessante la critica di Guido Rossi sul '*regulatory overshooting*', frutto di una 'frenesia legiferante che si traduce in un intrico di norme il cui unico scopo sembra quello di annullarsi a vicenda'. E ancora 'l'autopoiesi dei mercati ha ormai raggiunto, e superato, il punto di non ritorno, mentre sul contratto si accanisce, grazie al contributo di soggetti a dir poco eterogenei, un'ingegneria giuridica talmente complessa da produrre ordinamenti sempre più virtuali'.

La governance della sostenibilità e allargamento dell'ottica dagli *shareholders* agli *stakeholders*

Nell'ottica *multi-stakeholder* dell'azienda, il tema classico dell'*agency problem* tra managers e azionisti (*shareholders*) si allarga alla pluralità degli *stakeholders*. Costoro vengono sempre di più

percepiti come rilevanti portatori di interesse nei confronti di un'impresa che vive di relazioni. Una organizzazione complessa al centro di una rete di relazioni che coinvolgono una pluralità di portatori di interesse e non è più una semplice funzione utilitaristica di massimizzazione del profitto, dove dati certi input di ingresso, si danno certi output di uscita.

In questa versione la *governance* deve valutare come viene gestito il suo sviluppo sostenibile e l'ottica strategica passa dal breve al medio-lungo termine. L'analisi finanziaria che integra nei propri modelli di valutazione le analisi di rischio e reputazione provenienti dalla considerazione dei cosiddetti temi *extra-financials* accoglie una visione di medio-lungo termine. I fattori *extra-financials* cercano di catturare le esternalità positive e negative dell'attività dell'impresa che vanno governate.

A sua volta va ripreso il concetto di partecipazione democratica alla gestione di risorse che fanno parte del bene comune. La riflessione sul fine dell'attività economica e la riscoperta del concetto di bene comune sono tra gli effetti positivi di questa crisi. Lo stesso premio Nobel dell'economia assegnato a Elinor Ostrom dell'Indiana University e Robert Williamson dell'University of California ribadiscono l'attuale crisi di fiducia in teorie economiche e pratiche volte solo a considerare gli equilibri di breve termine. Frutto di un complesso di inferiorità o addirittura di invidia degli economisti nei confronti dei loro colleghi fisici?

Nelle imprese e nelle società di investimento ci sono professionisti che stanno cercando di incidere sull'economia, portando all'attenzione tematiche di fondo, condivisibili da tutti, perché parti integranti del concetto di bene comune.

La difesa dei diritti umani, della biodiversità, la protezione delle foreste pluviali, l'attenzione alla riduzione dei gas serra e di tutte quelle esternalità negative che contribuiscono ai cambiamenti climatici sono temi all'ordine del giorno, sia per i responsabili della CSR nelle aziende, sia per gli investitori istituzionali che si occupano di investimenti socialmente responsabili.

Il tema è che cambi la mentalità di chi deve fare le scelte ultime. Se gli ISR aumenteranno la loro massa critica e la loro forza contrattuale non potremo non registrare dei cambiamenti epocali. Il voto con il portafoglio o la democrazia economica sono i due fili conduttori dell'attività di azionariato attivo e di dialogo con le imprese (*engagement*). A fine 2008 il numero degli aderenti al *Principles of Responsible Investment* (prodotto nell'ambito del programma per l'ambiente delle Nazioni Unite e voluto da Kofi Annan) erano oltre 450 con un totale di attività gestite per oltre 18 mila miliardi di dollari (circa un terzo dell'intero ammontare dell'attivo gestito a livello mondiale).

La domanda che oggi è fondamentale porsi e alla quale alcuni hanno iniziato a rispondere da oltre trent'anni - come ICCR (*Interfaith Center for Corporate Responsibility*) con le campagne di disinvestimento nelle imprese che collaboravano con l'apartheid in Sud Africa - è come indurre cambiamenti sostenibili nei governi e nelle pratiche delle imprese.

Conclusioni

Per concludere questa veloce carrellata sui temi della *governance*, anche se non posso non concordare con la lucidità della analisi di Guido Rossi¹⁴ sulla

NOTE

14 Cfr. Dialogo Socratico apparso su Necommunity.



Profili di governance nei mercati e negli intermediari



governance, non ne condivido il pessimismo. Forse perché è caduto il dogma dell'infalibilità del mercato. Risulta anche sempre più evidente ai più l'assurdità di un homo oeconomicus che massimizza la propria curva di profitto ed è completamente avulso da qualunque contesto sociale e relazionale. Un intero apparato di teorie economiche create ad arte è oggi ora in profonda crisi. Le teorie dell'*Economics and Happiness* sono invece molto più aderenti alla realtà.

Per quanto riguarda l'esigenza di riforma dei mercati finanziari, di rivederne le regole e le autorità di vigilanza, è opportuno un disegno ampio ed

articolato. Se non si conoscono e fanno proprie le tematiche relative alla governance dei soggetti che compongono i mercati, si rischia, tuttavia, di ridare fiato corto al sistema economico. E come ridargli veramente fiato? In primis, alimentandone la fiducia.

Alimentando nuovamente la fiducia nelle transazioni che sui mercati avvengono. Si tratta di un *animal spirit* molto scarso ultimamente. Come? Ridefinendo le regole del gioco a livello dei singoli operatori che del sistema rispettano i requisiti minimi di senso e di sostenibilità spazio-temporali. Un processo di democrazia economica utile a smontare le posizioni di rendita

ed i conflitti di interessi che queste ultime alimentano. Un processo che coinvolga quei professionisti, come i soci della nostra associazione, che sensibilità e attenzione verso queste tematiche hanno sempre dimostrato e che vivono in prima persona i costi della crisi finanziaria.

(Riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

costituita nel 1971



Consiglio Direttivo

Presidente: Gregorio De Felice

Vice Presidente: Antonio Tognoli

Consiglieri: Sergio Lamonica (tesoriere), Giovanni Camera, Maria Giovanna Cerini, Dario Colombo, Luca D'Onofrio, Maria Isabella Mastrofini, Secondino Natale, Andrea Nattino, Alfonso Scarano, Giorgio Zancan

Collegio dei Revisori

Presidente: Marco Fabrizio

Paolo Citoni, Bianca Laura Volterra (effettivi); Laura Vitale e Claudio D'Esposito (supplenti)

Collegio dei Proviviri

Presidente: Teodoro Loverdos

Daniela Carosio, Angela Monti (effettivi); Paolo Balice, Antonio Mansueto (supplenti)

Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia

Segreteria e Sede

Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani,

Monica Berto, Sabrina Napoli
Via Dante, 9 - 20123 Milano

Tel.+39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: www.aiaf.it - e-mail: info@aiaf.it

Sezione Romana

Responsabili: Maria Isabella Mastrofini, Andrea Nattino

Segreteria: Paola Lavagetti

Banca Finnat Euramerica - Palazzo Altieri

Piazza del Gesù, 49 - 00186 Roma

Tel.+39 0669933317

Fax +39 066784950

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

Presidente: Gianni Ferrari

Vice Presidente: Gregorio De Felice

Consiglieri: Silvio Ceretti (amministratore delegato),

Giovanni Camera, Sergio Lamonica,

Andrea Nattino, Antonio Tognoli,

Marina Verderajme

Segretario del Consiglio: Franco Biscaretti di Ruffia

Organismi internazionali EFFAS

European Federation
of Financial Analysts Societies

Secretariat: Claudia Stinnes
Einsteinstrasse 5 Postfach 10.10.30
D - 63303 Dreieich - Frankfurt
Tel. 0049 6103 583348
Fax 0049 6103 583335
sito Internet: www.effas.com
e-mail: claudia.stinnes@effas.com

ACIIA®

Association of Certified
International Investment Analysts

Company Secretary: Fiona Tween
Feldstrasse 80 Buelach CH
8180 Switzerland
Tel. 0041 448723551
Fax 0041 448723532
sito Internet: www.aciia.org
e-mail: tween@aciia.org

Soci Sostenitori Alleanza Assicurazioni, Banca Aletti, Banca Finnat Euramerica, Beni Stabili, Borsa Italiana, Enel, ENI, Fondiaria-Sai, Intesa Sanpaolo, Italcementi, Mittel, UBI Banca, UniCredit Group