

## Forum

Cda, i fondi promuovono l'Italia  
«Ma si può migliorare» —p.25





La discussione. Il forum del Sole 24 Ore che si è tenuto nella sede milanese di Viale Sarca

# Cda, i fondi promuovono l'Italia «E così può ancora migliorare»

**La campagna assembleare.** Il mix di esperienza e competenze priorità per gli investitori istituzionali quando c'è da eleggere il board. Promosso il voto di lista, pressing per incontri periodici con i vertici

**Luca Davi**  
**Antonella Olivieri**

La governance delle società quotate italiane ha registrato negli anni significativi miglioramenti in termini di qualità dei board member e dei meccanismi di funzionamento interno. Ed è forse per questo che oggi, grazie anche allo strumento del voto di lista, il sistema italiano rimane tra i più apprezzati dagli investitori di tutto il mondo. Eppure vale la pena chiedersi, come al forum organizzato dal Sole 24 Ore in collaborazione con Morrow Sodali, se ci sia spazio per ulteriori miglioramenti, facendo tesoro anche delle esperienze internazionali. Sono diversi i fronti su cui si potrebbe intervenire, secondo Andrea Di Segni, managing director di Morrow Sodali. A partire dalle competenze in cda. «Expertise nell'innovation e nel digital oggi sono essenziali - sottolinea Di Segni - ma è impensabile racchiudere nel singolo board tutto quello che servirebbe, data l'oggettiva difficoltà a reperire le competenze ne-

di disallineamento tra cda che cambiano ogni tre anni, e piani di impresa anche più lunghi, a cui si potrebbe ovviare introducendo un voto annuale», oppure «anticipando il parere di orientamento rispetto alla convocazione assembleare e concedendo più tempo per la definizione della lista». E anche sul versante dei compensi degli amministratori tramite azioni - che «resta la migliore proxy per un approccio efficiente» - si potrebbe ragionare su possibili miglioramenti.

### I fondi: focus di lungo termine

Ma che cosa ne pensano i fondi di investimento? Per Alberto Chianetti, portfolio manager di Fidelity, un colosso del settore con 4.200 miliardi di dollari di asset gestiti, «l'esempio italiano del meccanismo del voto di lista, che è un autentico fiore all'occhiello, non ha uguali al mondo perché permette di introdurre rappresentanze di indipendenza che possono essere utili all'azienda». Un punto però è chiaro. «Noi, come qualsiasi altra casa di investimento, abbiamo come fine ultimo il bene dei nostri clienti sottoscrittori, e vogliamo che le aziende puntino a massimizzare il ritorno sul capitale nel lungo termine, non che seguano strategie di breve respiro». Ma come si traduce questo approccio nelle scelte di voto in assemblea? «Per noi è importante cercare i migliori board per gestire l'azienda efficacemente in un'ottica di lungo termine. Ciò non vuol dire però presentare sempre una lista di indipendenti insieme agli altri fondi. Spesso votiamo anche altre liste, che siano di maggioranza o di minoranza».

Una visione condivisa da Enzo Corsello, country head per l'Italia di Allianz global investors, altro big dell'asset management con oltre 673 miliardi di attivi. Corsello conferma che «non c'è alcuna pregiudiziale sulle scelte di voto. Noi perseguiamo l'obiettivo di massimizzare il ritorno per i nostri clienti». Secondo il country head di AGI il coinvolgimento attivo col management non passa «solo dall'assemblea, ma anche da engagement meeting che aiutino a definire il setup più adeguato nel rispetto dei principi ESG (ambiente, sociale, governance, ndr)». Anche perché, a tendere, il costo medio ponderato del capitale di un'azienda che rispetti i criteri ESG «sarà intrinsecamente più basso di quello di aziende non altrettanto virtuose: le società ESG compliant potranno essere valutate più generosamente sia dal punto di vista del mercato azionario che da quello obbligazionario, in termini di spread di credito, ovviamente aggiustati per il rischio».

### L'importanza dell'esperienza

Ben vengano le competenze in campo ESG, cybersecurity, digitalizzazione, ma secondo Lucia Calvosa, presidente Eni intervenuta al forum in qualità di presidente del Comitato corporate governance di Borsa italiana, l'eccessiva enfaticizzazione delle stesse rischia di far perdere di vista le previsioni del codice di corporate governance relative alle tradizionali competenze di business, di governance e manageriali, nonché quelle relative alla professionalità. «Nella professionalità - precisa Calvosa - si compendiano tre profili: l'esperienza, non sempre adeguatamente valorizzata, che è concetto diverso dalla competenza; la consapevolezza del ruolo, che consente a ciascuno di portare il proprio contributo alle decisioni (sottraendosi al cosiddetto social loafing) e di osservare le regole non scritte di quello che può chiamarsi il

galateo del board; la disponibilità di impegno e di tempo, tenuto anche conto del numero di incarichi». Lucia Calvosa prende a riferimento, come modello, la governance bancaria, dove si parla, per la composizione del consiglio, di «professionalità calibrata alle caratteristiche operative e dimensionali della banca». Sottolinea che il valore dell'armonia nella composizione del board non deriva solo dalla somma dei profili dei singoli amministratori ma «è un quad plus che li caratterizza come team che opera all'insegna della collegialità».

### Il rischio della standardizzazione

Mara Caverni, fondatrice e managing partner di New deal advisors, partecipa alla cda da indipendente, per scelta nelle liste di maggioranza. «Per me spiega - la competenza è un concetto che comprende tutto, anche l'esperienza. Non penso sia un concetto che possa essere standardizzato, ma che vada calato nelle singole realtà aziendali». Dal suo punto di vista gli investitori istituzionali dovrebbero essere un po' più «engaged», «che non vuol dire essere attivisti, ma vuol dire non avere un approccio standardizzato su tutto e per tutti gli emittenti». «A volte - è la sua percezione - si arriva un po' all'assurdo per cui il management o la catena decisionale sono fortemente influenzati dalla preoccupazione di cosa diranno poi i proxy. Ci vuole buon senso: se una decisione è sana e buona per l'azienda, la si spiega, ma bisogna avere interlocutori preparati ad ascoltare». Sul tema dell'internazionalizzazione bisogna capirsi. Cosa vuol dire, si chiede Caverni. Avere lo straniero in cda o avere qualcuno che abbia dimistichezza con l'ambiente internazionale? «No», invece, all'elezione annuale degli amministratori, perché «le aziende hanno bisogno di stabilità».

### Non esiste la ricetta unica

Anche Michaela Castelli, dall'esperienza di presidente di realtà diverse come Acea, Nexi e Sea, non ritiene ci sia una «ricetta unica» buona per tutti. «A mio avviso, quando ci si sofferma sulla governance, troppo spesso l'attenzione si concentra su un numero ristretto di fattori, valido per tutti gli emittenti, a prescindere dallo specifico contesto di riferimento - osserva - Al contrario, la mia esperienza porta a ritenere che una buona governance è necessariamente il frutto di una serie di fattori e scelte cui i soci prima, e gli amministratori poi, sono chiamati, elementi non sempre compiutamente compresi e valorizzati all'esterno delle società, se bene noti». Il riferimento è per esempio al numero dei consiglieri e alle competenze e

### Le voci



**LUCIA CALVOSA**

### ARMONIA DEL BOARD

Focus sulla professionalità che compendia esperienza e consapevolezza del ruolo



**MICHAELA CASTELLI**

### CONOSCERE LA SOCIETÀ

La buona governance è frutto di scelte non sempre comprese e valorizzate



**MARA CAVERNI**

### REQUISITI SU MISURA

Il concetto di competenza non è standard, va calato nelle diverse realtà aziendali



**ALBERTO CHIANDETTI**

### OTTICA DI LUNGO TERMINE

Per noi è importante cercare i migliori board in un'ottica di lungo termine



**ENZO CORSELLO**

### MEETING CON IL MANAGEMENT

Il coinvolgimento non passa solo dall'assemblea ma anche dall'engagement



**ANDREA DI SEGNI**

### GUARDARE ALL'ESTERO

Il sistema italiano è di alto livello ma serve ragionare su possibili miglioramenti



**UMBERTO TOMBARI**

### SERVE SEMPLIFICARE

La corporate governance italiana? Evoluta ma barocca rispetto ad altri Paesi



**DARIO TREVISAN**

### RENDICONTAZIONE

Spiegare i criteri di selezione dei candidati al cda aiuta i fondi a scegliere la lista

esperienze effettivamente possedute. «Si tratta di fattori che devono essere definiti non in astratto, bensì in ragione del reale livello di complessità della società e nonch  in funzione dell'esigenza di organizzare in maniera adeguata e efficace le complesse attivit  dei comitati, verificando altres  l'effettiva disponibilit  di tempo dei consiglieri e evitando un'eccessiva concentrazione degli incarichi in capo alle stesse figure. Altrimenti, il rischio concreto  , da un lato, di avere consigli in cui   difficile gestire una dialettica efficace, circostanza che porta le strutture a limitare il confronto allo stretto necessario, e, dall'altro, che i comitati non siano in grado di svolgere quell'importante e oneroso ruolo istruttorio che   loro riconosciuto, rendendo pi  complesse, farraginose e lente le dinamiche consiliari». «Per le stesse ragioni - aggiunge Castelli - un equilibrato riparto di competenze tra consiglio e organi delegati consente di concentrare e mantenere alta l'attenzione del cda sulle scelte strategiche e sul monitoraggio della loro attuazione».

### Gli eccessi e i correttivi

«E vero - osserva Umberto Tombari, ordinario di diritto commerciale all'Universit  di Firenze, name partner studio Tombari D'Angelo e Associati - che il nostro sistema di corporate governance   molto evoluto e completo ma, se dobbiamo fare una critica, per certi versi   forse troppo completo, tanto da diventare barocco». Il riferimento   ad esempio alla definizione e alla validazione dell'indipendenza dei consiglieri, processi «che andrebbero semplificati». Analogamente, pur riconoscendo la valenza del voto lista, Tombari segnala il rischio di un «eccesso di stratificazione», con la presenza di componenti «esecutive, non esecutive, indipendenti e di minoranza». Sullo sfondo, per , c'  soprattutto da rivedere il ruolo del consiglio. Di prassi, il cda lavora «molto a livello di comitati», mentre «qualche dubbio in

**LA PROPOSTA**  
**Come avviene all'estero pi  essere previsto un voto consultivo per dare un giudizio sui singoli candidati**

pi  esiste sul «funzionamento del consiglio nella sua collegialit », nella sua funzione strategica, che «dovrebbe essere centrale», ma su cui «bisogna ancora molto lavorare».

### Il voto in assemblea

Dario Trevisan   l'avvocato che da anni porta nelle assemblee delle societ  quotate le manifestazioni di voto dei fondi internazionali. «  difficile che un fondo dall'estero sia in grado di individuare sempre il profilo di ogni singolo candidato, ma questo   un problema comune anche ad altri Paesi con differenti sistemi di elezione. Per valutare, un fondo ha a disposizione parametri come la frequenza di partecipazione al board o le competenze, ma si tratta comunque di approssimazioni». Il suggerimento   che «ogni volta che sia presentata una lista, la stessa sia accompagnata da una sintetica descrizione del processo di selezione dei candidati e della loro principale professionalit , per esempio finanziaria, giuridica o strategica». Sapere quali criteri sono stati seguiti e perch  si propone una determinata composizione del cda, sostiene Trevisan, aiuterebbe gli investitori istituzionali a scegliere con maggior consapevolezza la lista da votare. Oggi, dati alla mano, i fondi esteri tendono ad appoggiare liste di maggioranza presentate dal cda uscente in misura sempre crescente anche rispetto alle liste di minoranza di Assocgestioni. Il rinnovo del consiglio UniCredit nel 2015 solo il 2,8% del capitale istituzionale che aveva dato delega a Trevisan aveva votato per la lista di maggioranza, mentre la lista di Assocgestioni aveva totalizzato le preferenze del 29% del capitale rappresentato. Tre anni dopo, la lista del cda aveva ottenuto i voti del 46% del capitale istituzionale, Assocgestioni il 4,6%. Gradimento crescente alla lista del board anche nel caso di una public company come Prysmian: nel 2018 il voto degli istituzionali si era ripartito tra la lista del cda per il 37,6% del capitale e la lista di Assocgestioni per quasi il 18%; nel 2021 invece il 53,95% aveva optato per la lista del cda e l'8% per quella dei fondi.

**IL PASSAPORTO**  
Resta una complessit  dell'internazionalizzazione del board, soprattutto per le societ  fuori dal Ftse Mib

**IL NODO**  
Tra le esigenze quella di semplificare i concetti e i processi di validazione dell'indipendenza

cessarie: si tratta allora di capire se sopprimere a questa mancanza con una induction pi  robusta». Una complessit  che esiste anche sul fronte dell'internazionalizzazione del board, perch  «se   vero che c'  stato negli ultimi anni un aumento di amministratori esteri o con esperienze internazionali,   difficile immaginare che lo stesso possa accadere su larga scala al di fuori dell'FtseMib». Ampliando la visuale, posto «il pieno apprezzamento del mercato per il voto di lista, che funziona e da garanzie agli azionisti di minoranza, potrebbe valere la pena ragionare sull'introduzione di un voto consultivo per dare un giudizio sui singoli candidati, come del resto avviene in tanti altri Paesi». In ultimo, secondo Di Segni, serve fare una valutazione sui tempi dei rinnovi dei board e sulla remunerazione degli amministratori. Sul primo fronte «esiste un problema

### IL FORUM

**Il tema**  
«Buoni consigli - Cosa chiedono gli investitori istituzionali nei rinnovi dei cda»   il forum a porte chiuse che giovedì scorso si   tenuto al Sole 24 Ore, in viale Sarca, organizzato in collaborazione con Morrow Sodali.

### I partecipanti

Moderati dai giornalisti del Sole 24 Ore e Plus24, hanno preso parte Lucia Calvosa (presidentessa Eni e Comitato corporate governance Borsa Italiana), Michaela Castelli (presidentessa Acea, Nexi, Sea), Mara Caverni (managing partner New Deal Advisors e consigliera di vari cda), Alberto Chianetti (portfolio manager di Fidelity), Enzo Corsello (Country head per l'Italia di Allianz Global Investor), Andrea Di Segni (managing partner Morrow Sodali), Umberto Tombari (ordinario di Diritto Commerciale all'Universit  di Firenze e partner studio Tombari D'Angelo e Associati), Dario Trevisan (fondatore e Managing partner dello Studio Legale Trevisan & Associati)