

RISPARMIO GESTITO / 1**Nel 2016 ai fondi a cedola
il 62% della raccolta totale**

>PAG. 17

**RISPARMIO GESTITO / 2****Tra i prodotti specializzati sulla tecnologia
solo tre fondi comuni battono l'Etf**

>PAG. 26

POSTA DEL RISPARMIATORE. UN ANNO PER CHIUDERE IL C/C BNL A CAUSA DEI TITOLI UNILAND >PAG. 14**Il Fisco amico
aiuta risparmi
e imprese****Isabella Della Valle**

■ In un momento in cui le tasse potrebbero aumentare in Italia, c'è qualcuno che le tasse le taglia, anzi le toglie. Può suonare strano ma è effettivamente così.

I piani individuali di risparmio (Pir) entrati in vigore nel nostro ordinamento nel gennaio di quest'anno con la legge di Stabilità 2017, prevedono per chi decide di sottoscrivere tali prodotti, l'esenzione totale della tassazione (sia per i redditi da capitale, sia per i redditi diversi). L'obiettivo è triplice: indirizzare il risparmio delle famiglie verso le aziende italiane di medio-piccole dimensioni, vale a dire il tessuto vitale dell'economia del nostro Paese. Stimolare gli investitori, anche i piccoli, a impiegare il capitale in un'ottica di medio/lungo termine. Consentire, infine, alle società di gestione di «fidelizzare» la clientela per un certo numero di anni. Per usufruire dell'esenzione è necessario rispettare alcune condizioni fondamentali, prima tra tutte la durata minima dell'investimento pari a cinque anni e altri limiti precisi legati alla natura degli investimenti previsti nella normativa.

Ma è l'idea di non dover pagare le tasse che farà sicuramente da volano allo sviluppo di strumenti che, secondo le stime, dovrebbero portare in cinque anni 2,1 miliardi nelle casse delle piccole e medie imprese.

>> pag 3

© RIPRODUZIONE RISERVATA

ALL'INTERNO**CONTI CORRENTI**

Inflazione, la tassa «occulta»

>> Gennaio pagina 9

OBBLIGAZIONI

L'appel dei bond variabili

>> Frisone pagina 10

ASSICURAZIONI

Il reclamo parla straniero

>> Pezzatti pagina 18

MATRICOLE HI TECH

Snapchat, una scommessa

>> Magnani pagina 20

LE ASSEMBLEE DELLE SOCIETÀ QUOTATE**VOTO DI FIDUCIA****CI FIDIAMO VERAMENTE
DELLE PERSONE CHE VOTANO
AL NOSTRO POSTO
IN PIAZZA AFFARI?****CONFLITTI DI INTERESSE**

Chi sono e cosa fanno le società di proxy finite sotto i riflettori delle authority di vigilanza europee

LA STAGIONE DEI BONUS

In Gran Bretagna si votano i nuovi pacchetti di incentivi ai manager che sono a caccia di consensi: e in Italia?

SCOPRI UN NUOVO PERCORSO PER IL TUO**FUTURO FINANZIARIO**

IL FUTURO È NELLE TUE MANI

MESSAGGIO PUBBLICITARIO

3 ETF per gestire l'INFLAZIONE (\$ e €)

Con l'innovativo ETF sulle "Aspettative dell'Inflazione"

Il **Lyxor USD 10Y Inflation Expectations UCITS ETF (INFU IM)** è un ETF, unico nel suo genere¹, che si espone solo alle **variazioni delle aspettative sull'inflazione US** (c.d. Breakeven Inflation): ha un patrimonio di **500 Mln \$**² e **non è esposto al rialzo dei tassi**. Nel caso si abbiano aspettative di **rialzo dell'inflazione attesa**, si può valutare l'uso dell'ETF per:

- 1) Coprire un portafoglio di bond³ esistenti dall'inflazione attesa;
- 2) Esporsi all'inflazione attesa.

Il **Lyxor US TIPS UCITS ETF (TIPU IM)** è invece un ETF più tradizionale che si espone ai **TIPS**, titoli USA indicizzati all'inflazione, ed ha il più **basso costo**⁴ (0,09% all'anno) della categoria.

Asset Class ⁵	Nome ETF	Bloomberg	Isin	Rischio Cambio	Costo Annuo (TER) ⁴
Aspettative inflazione (USA)	Lyxor US\$ 10Y Inflation Expectations UCITS ETF	INFU IM	LU1390062831	USD	0,25%
Bond collegati a Inflazione (USA) - TIPS	Lyxor US TIPS (DR) UCITS ETF	TIPU IM	LU1452600270	USD	0,09%
Bond collegati a Inflazione (Area Euro)	Lyxor Euro MTS Inflation Linked Investment Grade (DR) UCITS ETF	EMI IM	FR0010174292	No	0,20%

The original pioneers

Contatti: www.ETF.it | info@ETF.it | 800 92.93.00 | Consulenti
02 89.63.25.00 | Istituzionali 02 89.63.25.28 | LYXOR <GO>

LYXOR etf
SOCIETE GENERALE GROUP

* I Lyxor ETF citati sono Fondi o Sicav francesi o lussemburghesi, gestiti da Lyxor International Asset Management S.A. (qui per brevità "Lyxor"), i cui prospetti sono stati approvati dalla AMF o dalla CSSF. Per la data di approvazione si rinvia ai Prospetti.

(1) Unico ETF di questa tipologia in Europa (fonte: Lyxor, al 24/01/2017).

(2) Patrimonio di 520 Mln \$ (fonte: Bloomberg, al 24/01/2017).

(3) La copertura deve tener conto della Modified Duration dell'ETF che è di circa 8,7 (fonte: Lyxor, a gennaio 2017) e può variare anche significativamente nel tempo.

(4) Il costo totale annuo dell'ETF (TER - Total Expense Ratio) non include i costi di negoziazione del proprio intermediario di fiducia ed eventuali altri costi e oneri.

(5) Gli indici benchmark degli ETF citati sono: per INFU "Markit iBoxx USD Breakeven 10-Year Inflation Index"; per TIPU "Barclays US Government Inflation-Linked Bond Index"; per EMI "FTSE MTS Eurozone Inflation-Linked Bond Investment Grade Mid Price Index".

Il valore dell'ETF può aumentare o diminuire nel corso del tempo e l'investitore potrebbe perdere l'intero capitale investito. Questo è un messaggio pubblicitario e non costituisce sollecitazione, offerta, consulenza o raccomandazione all'investimento. **Prima dell'investimento negli ETF citati si invita l'investitore a contattare i propri consulenti finanziari, fiscali, contabili e legali e a leggere attentamente i Prospetti, i "KIID" e i Documenti di Quotazione**, disponibili sul sito www.ETF.it e presso Société Générale, Listed Products, via Olona 2, 20123 Milano, dove sono illustrati in dettaglio i relativi meccanismi di funzionamento, i fattori di rischio, i costi e il regime fiscale.

SOMMARIO

DALLA PRIMA

Il Fisco amico aiuta risparmi e imprese

■ Una delle critiche mosse ai Pir, però, è il rischio che i costi vanifichino il vantaggio fiscale. Effettivamente in diversi casi la somma di commissioni di ingresso, gestione e performance potrebbe essere tale da annullare l'esenzione. Qualcuno può osservare che non esista pasto gratis, ma tra il gratuito e il congruo c'è una bella differenza. E non sempre i costi sono congrui, almeno sui prodotti (ancora pochi per la verità) oggi presenti sul mercato (si veda indagine condotta da Plus24 il 21 gennaio 2017).

«I costi sono in linea o più bassi rispetto a prodotti analoghi e sono giustificati dall'attività di analisi sulle piccole medie imprese», ha risposto alle critiche il presidente di Assogestioni Tommaso Corcos in occasione del convegno sui Pir che si è tenuto nei giorni scorsi a Milano. Investire in pmi implica sicuramente un'attività di studio complessa (anche perché questo segmento è ancora poco seguito dagli analisti) e le commissioni di performance hanno una loro logica, a patto però che i criteri di calcolo siano sempre equi. Insomma l'auspicio è che quella del vantaggio fiscale non diventi soprattutto una leva di marketing per spingere la vendita dei Pir. Ma su questo punto anche il sottoscrittore dovrà fare la sua parte, informandosi dettagliatamente e non fermandosi solo alla possibilità di non pagare le tasse. Sarebbe un peccato vanificare gli sforzi fatti dal Governo per far approvare una legge che desse il via libera «a un sistema di tassazione compatibile con la realtà europea e concepibile non come aiuto di Stato», come ha sottolineato Ilario Scafati, del dipartimento delle Finanze del Mef. In effetti, il risultato arriva in totale discontinuità con tentativi analoghi di detassazione fatti negli anni passati. «In questo caso la discontinuità - ha sottolineato il direttore generale delle Finanze (Mef) Fabrizio Lapecorella - nasce dalla volontà di dare un'agevolazione fiscale in grado di perseguire l'obiettivo per la quale è stata creata: raccogliere risorse dalle famiglie per soddisfare il fabbisogno delle imprese». Speriamo che le tante aspettative non vengano deluse.

l.dellavalle@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA VALUTAZIONE DELLE OPERE D'ARTE AL MUDEC

DOMANI, DOMENICA 26 FEBBRAIO

Appuntamento alle 11 nell'auditorium del Mudec a Milano con la conferenza «La valutazione delle opere d'arte a partire da Basquiat» in conclusione della mostra su Jean-Michel Basquiat che ha avuto un grande apprezzamento di pubblico e di critica. L'ultimo appuntamento con il ciclo

di conferenze realizzate dal Mudec con il supporto del Consolato Generale Usa di Milano e lo Iulm sarà con Marilena Pirrelli, giornalista del Sole 24 Ore, ideatrice e responsabile della sezione ArtEconomy24 e del canale tematico online sul mercato dell'arte e sull'economia della cultura.

PAGARE SENZA CASH

GIOVEDÌ 2 MARZO ALLE 16.30 - EUROMA2

L'educazione finanziaria entra nel Centro Commerciale Euroma2 (Via Cristoforo Colombo angolo Viale Oceano Pacifico). «Tanti buoni motivi per pagare senza contanti», incontro pubblico organizzato da Aiip, Feduf e il Sole 24 Ore.

ALL'INTERNO DI PLUS24

STORIA DI COPERTINA

4 Conflitti d'interesse in Borsa

Assemblea dei soci, delega in bianco? Meglio di no di *Vitaliano D'Angerio*

4 Conflitti d'interesse in Borsa

Le muraglie cinesi sono piene di crepe di *Leonardo Maisano*

5 Conflitti d'interesse in Borsa

I signori del «proxy», chi sono e cosa fanno di *Lucilla Incorvati*

7 Conflitti d'interesse in Borsa

Il consiglio sul voto è destinato a sparire? di *Antonio Criscione*



Chiuso in redazione alle 20 di giovedì 23 febbraio 2017

RISPARMIO E INVESTIMENTI

9 Gli italiani e il cash

Conti correnti e inflazione, rispunta la «tassa» occulta di *Andrea Gennai*

10 Rialzo dei tassi

L'appel dei bond variabili di *Marcello Frisone*

12 Rischi in chiaro

Sul bond Goldman Sachs pesa il rischio cambio di *Gianfranco Ursino*

14 Caso chiuso

Oltre un anno per chiudere il conto alla Bnl a causa dei titoli Uniland a cura di *Federica Pezzatti*

15 La posta del risparmiatore

La coppia di bancari pianifica il futuro della figlia farmacista di *Federica Pezzatti*

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

17 Risparmio gestito

I fondi a cedola rastrellano il 62% della raccolta totale di *Gianfranco Ursino*

18 Assicurazioni

L'ivass fa trasparenza sui reclami di *Federica Pezzatti*

19 Finanza e hi-tech

Ipo Snapchat, una scommessa di *Alberto Magnani*

20 ArtEconomy24

Arte, meno imprese e più ricavi di *Marilena Pirrelli*

STRUMENTI PER INVESTIRE

21 La settimana

Torna l'avversione al rischio di *Marzia Redaelli*

22 L'intervista al gestore

Tronci (Albacore): «Un'azienda in cui credo è Sound Energy» di *Isabella Della Valle*

23 Le azioni a confronto

GlaxoSmithKline e Sanofi, focus diversificazione a cura di *Analisi Mercati Finanziari*

RUBRICHE

5 Dietro i numeri

L'effetto ottico del saldo strutturale Ue di *Fabrizio Galimberti*

10 Banche e bancari

Le tre tribù dei clienti bancari di *Nicola Borzi*

19 Lettera da Wall Street

Le tre forze dietro il Trump rally di *Mario Platero*

INDICI E NUMERI

26 La sfida

La tecnologia incorona gli Etf Solo tre fondi comuni reggono il confronto a cura di *Norisk*

27 Due scenari per i bond

Con quali emissioni è possibile giocare al meglio la partita con il Fisco a cura di *Skipper Informatica*

IL BILANCIO

AZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
Mondiale (1)			
in valuta locale	19,78	9,63	2,23
in euro	23,68	12,41	4,08
Europa (1)			
in valuta locale	15,28	6,37	-0,28
in euro	12,94	6,67	-0,46
Nord America (1)			
in valuta locale	22,00	11,10	4,77
in euro	27,85	15,86	7,01
Pacifico (1)			
in valuta locale	18,32	9,67	-1,64
in euro	24,82	8,47	1,35
Paesi emergenti (1)			
in valuta locale	20,37	2,32	2,27
in euro	32,72	2,33	2,28
Italia (2)			
in valuta locale	10,38	4,66	-5,96

Note:

(1) Indici MSCI senza dividendi reinvestiti.

(2) Indice Comit.

OBBLIGAZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
Mondiale (1)			
in euro	-2,12	4,01	5,72
Europa (1)			
in euro	-4,73	5,09	5,04
Italia (2)			
in euro	-6,40	7,17	5,38
Usa (2)			
in euro	3,18	6,24	6,39
Giappone (2)			
in euro	-7,65	0,14	5,43

Note:

(1) Indici JP Morgan Global.

(2) Indici JP Morgan delle aree di riferimento.

INDICI DI SETTORE

SETTORE	DJ STOXX		MSCI	
	VAR. % SETT.	VAR. % ANNO	VAR. % SETT.	VAR. % ANNO
Alimentari D.	2,28	15,04	0,84	-0,03
Assicurazioni	0,42	9,16	0,33	14,90
Auto	0,28	12,34	0,94	0,32
Banche	-2,49	-7,91	-0,25	11,42
Beni Consumo	4,03	30,57	1,13	29,83
Beni Durevoli	-1,24	18,88	0,78	7,76
Chimico	0,21	12,68	0,61	0,87
Commercio	-0,40	-0,57	0,43	16,73
Costruzioni	-0,23	32,35	0,98	3,50
Energia	-0,63	9,13	0,07	-6,34
Industriali	0,00	19,34	0,66	5,81
Media	0,31	3,69	0,31	14,37
Salute	1,71	8,40	0,73	20,60
Servizi Finanz.	0,28	16,64	0,50	8,65
Tecnologici	1,99	27,37	0,82	12,02
Telecomunic.	2,15	-8,51	1,14	7,67
Turismo	0,34	7,98	0,29	15,32
Utilities	0,81	-12,36	0,95	0,13

REDDITO FISSO

PAESI	MERCATO MONETARIO		OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE	
	A 3 ANNI	A 10 ANNI	ULTIMO	1 ANNO
Australia	2,12	2,46	2,84	2,53
Gr. Bretagna	0,40	0,40	1,20	1,39
Canada	0,47	0,47	1,71	1,13
Danimarca	-0,24	-0,09	0,60	0,52
Svezia	-0,69	-0,63	0,63	0,50
Giappone	-0,33	-0,35	0,09	-
Svizzera	-0,73	-0,78	-0,26	-0,42
Usa	0,52	4,76	2,42	1,77
Area euro	-0,33	-0,20	0,27	0,18

SU INTERNET

Tutte le tabelle complete di Plus24 su www.ilssole24ore.com/plus24

PLUS24
LA SETTIMANA FINANZIARIA

DIRETTORE RESPONSABILE
Roberto Napolitano

VICE DIRETTORI
Eduardo De Biasi (vicario),
Alberto Orioli,
Salvatore Padula,
Alessandro Plateroti

SUPERVISIONE E COORDINAMENTO
AREA FINANZA-PLUS
Christian Martino

COORDINAMENTO OPERATIVO
Nicola Borzi e Isabella Della Valle

IN REDAZIONE
Antonio Criscione, Vitaliano D'Angerio,
Stefano Elli, Marcello Frisone,
Andrea Gennai, Lucilla Incorvati,
Federica Pezzatti, Marilena Pirrelli,
Gianfranco Ursino

PROGETTO GRAFICO
Adriano Attus
con Laura Cattaneo e Francesco Narracci

Fai trading sul Forex con Swissquote

Forex & CFDs | Modello STP | EUR/USD da 0.8 pips

www.swissquote.it



Swissquote



CFD e Forex sono prodotti con ricorso all'effetto leva; l'attività di trading sul margine comporta un elevato livello di rischio e può determinare perdite che eccedono i depositi. Swissquote Ltd è autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority: 562170

COVER STORY

CONFLITTI DI INTERESSE IN BORSA

Assemblea soci, delega in bianco? Grazie, meglio di no

Società di proxy sotto i riflettori per le indicazioni di voto sui bonus dei manager

Vitaliano D'Angerio

■ Avete mai partecipato all'assemblea di una società quotata di cui siete azionisti? Il risparmiatore che ha ben diversificato i propri investimenti spesso non sa nemmeno di quale azienda è socio: è il gestore del fondo che si preoccupa di tali incombenze. Che non sono delle formalità. Tutt'altro. Soprattutto quando arriva la stagione delle «politiche di remunerazione» e si approvano i pacchetti di incentivi per i manager; bonus e affini che devono essere assolutamente allineati con gli interessi degli azionisti (shareholder), altrimenti l'azienda rischia di deragliare. C'è infatti l'interesse di breve del manager di incassare lauti incentivi che cozza però con l'interesse di lungo periodo dei soci (dei dipendenti e dei fornitori) che desiderano un'azienda sana e in utile.

LE SOCIETÀ DI PROXY

Qui entrano in scena le società di proxy (delega). Chi sono questi consulenti che difficilmente calcano la scena principale del teatro finanziario? Sono società o studi legali che raccolgono le deleghe di voto degli azionisti e in particolare degli investitori istituzionali (fondi,

fondazioni, assicurazioni) che non possono partecipare a tutte le assemblee delle società in portafoglio. Oltre alla raccolta deleghe, le società di proxy possono fornire altri servizi di advisory fra cui le raccomandazioni di voto per le assemblee delle aziende quotate. Capiate l'importanza di tali indicazioni quando, ogni tre anni, scadono i pacchetti incentivi dei manager. In questi giorni tanti piani di incentivi di importanti società quotate stanno scadendo in Gran Bretagna dove un articolo del Times su Iss, il maggior gruppo di proxy al mondo, ha scatenato un putiferio (vedi in basso). Al centro del dibattito proprio i potenziali conflitti di interesse delle società di proxy. La domanda quindi è: ci possiamo fidare di chi vota per noi in Borsa?

L'ANTIDOTO

Le contromisure ci sono ma non tutte se le possono permettere. Bisogna attrezzarsi con un «ufficio dei buoni rapporti (stewardship)» fra quotate e

investitori; un team di analisti studia dunque i dossier delle principali partecipazioni che, per esempio, i fondi hanno in portafoglio. Assogestioni (vedi articolo e tabella a fianco) ha stilato un vademecum a tal proposito e fornito delle raccomandazioni per creare dei buoni rapporti con le quotate. In tale ambito rientra di diritto la questione della delega al voto in assemblea e delle indicazioni delle società di proxy. «Siamo stati tra le prime società di gestione a creare una struttura di corporate governance e stewardship in Italia – ricorda Cristina Ungureanu, responsabile corporate governance di Eurizon Capital Sgr (gruppo Intesa Sanpaolo) –. Abbiamo aumentato la nostra presenza nelle assemblee delle quotate di cui abbiamo rilevanti partecipazioni o qualora siano state ritenute rilevanti nell'interesse dei patrimoni gestiti. Nell'ultimo anno abbiamo partecipato a un centinaio di assemblee in Italia e all'estero». L'uso delle società di proxy? «Usiamo le raccomandazioni dei proxy advisor come supporto per le nostre attività ma l'uso che ne facciamo è orientativo». Fra le indicazioni di Assogestioni c'è anche quella di lasciar traccia del voto dei fondi sul proprio sito. Non tutte le Sgr hanno però le spalle larghe, a livello finanziario, per investire risorse nei «buoni rapporti». Rivolgersi ai proxy è più economico. Il rischio però è di votare al buio. Soprattutto quando ci sono in ballo gli incentivi dei manager nelle aziende quotate.

v.dangerio@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LA PAROLA CHIAVE

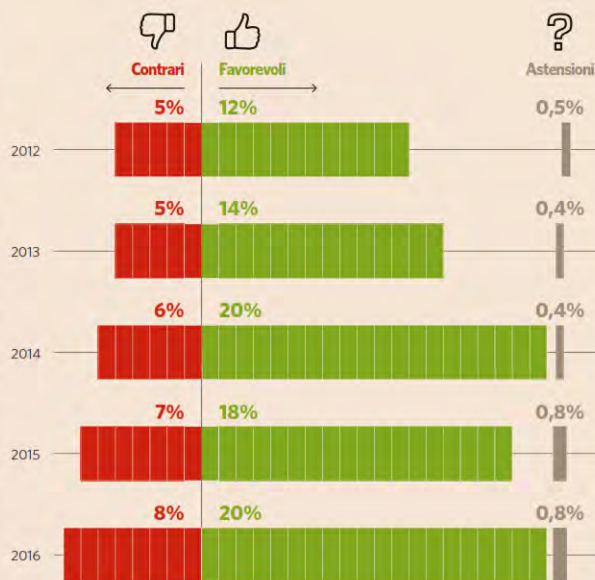
Società di proxy

Le società di proxy supportano gli investitori nella gestione del voto nelle assemblee delle quotate, raccogliendo o sollecitando le deleghe al voto o fornendo indicazioni di voto su specifici argomenti come le remunerazioni del management

Radiografia del voto in Piazza Affari

Nella tabella in basso emergono le percentuali del voto degli investitori istituzionali, alta capitalizzazione. Inoltre sono indicati i principi di stewardship di Assogestioni e

IL VOTO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI SULLE REMUNERAZIONI in percentuale del capitale in assemblea



I CDA DA RINNOVARE NEL 2017 IN PIAZZA AFFARI

A2a Spa	Dmail Group Spa
Acea Spa	Eerns Italia Spa
Aeffe Spa	Enel Spa
Alba Spa	Enervit Spa
Anima Holding Spa	Eni Spa
Asciopave Spa	Eurotech Spa
Autogrill Spa	Exprivia Spa
Bper Banca Spa	Falck Renewables Spa
Banca Popolare Di Sondrio Scpa	Fidia Spa
Banca Popolare Di Spoleto Spa	FincoBank Banca Fineco Spa
Banco Di Desio E Della Brianza Spa	Gabetti Property Solutions Spa
Be Think, Solve, Execute Spa	Gefran Spa
Bialelli Industrie Spa	Gruppo Mutuonline Spa
Bioera Spa	Hera Spa
Bonifiche Ferraresi Spa	Industria E Innovazione Spa
Brembo Spa - Freni Brembo	Interpump Group Spa
Brunello Cucinelli Spa	Italmobiliare Spa
Buzzi Unicem Spa	Itway Spa
Cairo Communication Spa	La Doria Spa
Caleffi Spa	Leonardo - Finmeccanica - Spa
Centrale Del Latte D'Italia S.P.A.	M&C Spa
Cir Spa	Marr Spa

Le «muraglie cinesi» sono piene di crepe

È polemica a Londra dopo lo scoop del Times sulle attività di Iss

Leonardo Maisano

■ È sempre un problema di muraglie cinesi. Sospettate di essere un po' troppo fragili, un po' troppo porose a un'acustica che rischia di compromettere la tenuta stagna di business destinati a restare separati. La metafora questa volta non riguarda le banche, ma i proxy advisors, al centro di una polemica che è esplosa in queste ore in Gran Bretagna sulla scia di uno scoop del Times. La vicenda chiama in gioco Iss, leader mondiale, con Glass Lewis nell'advisory di azionisti che s'af-

fidano alle società di consulenza per indirizzare il loro voto in assemblea.

Talvolta, gli shareholders delegano tutte le funzioni, lasciando ai proxy advisors non solo il compito di formulare un parere, ma anche di presentarlo. Una pratica diffusa soprattutto negli Stati Uniti, ma che cresce in Europa e in UK in particolare, spingendo i consulenti a creative evoluzioni per faringrandire il business originale. Iss ha generato anni fa Iss corporate solutions (Isc) per offrire servizi di consulenza non più solo agli azionisti, indicando quali politiche siano opportune in nome delle best practices, quindi, per non sbattere contro il «no» in assemblea. Secondo la ricostruzione accreditata dal Times, Iss «ha avvicinato società britanniche quotate precisando di poter individuare potenziali problemi sui pacchetti salariali esi-

stenti e suggerendo come aggirarli per garantire il «sì» dell'assemblea». Tanto è bastato per sollevare il sospetto del potenziale conflitto d'interessi.

«Un esterno potrebbe dire – ha commentato al Sole 24 Ore Chris Hodges di Governance Institute – che la contraddizione è intrinseca, al di là del cinese wall». Che è un po' come fare i compiti in classe e poi darsi il voto. L'approccio di Iss – sempre affidandosi alla ricostruzione del Times – smentita con decisione dalla società di consulenza – sarebbe stato piuttosto pesante, con Cda di società Ftse messi sotto pressione indebita. Come dire: o prendete i nostri servizi al board o rischiate di andare a sbattere in assemblea. «Il presidente del comitato remunerazione di una società quotata ha detto al Times – ha scritto il quotidiano britannico – che l'approccio di Iss era di stampo mafioso».

Parole grosse. Per Iss è un «falso» rappresentare il suo operato come una sorta di minaccioso ricatto, ma ha riconosciuto il potenziale conflitto d'interessi fra l'advisory al board e il servizio agli azionisti. Sostiene di essersi protetta dal rischio innalzando un solido «firewall» – variante «architettica» del cinese wall – fra segmenti di business confliggenti. In altre parole, dicono, i compiti li fa lo studente e i voti li dà il professore. È possibile, forse probabile, ma la delicatezza del tema retribuzione nella Gran Bretagna della Brexit indica che la remunerazione policy sarà sotto attento scrutinio nelle assemblee prossime venture. In attesa che sia varata l'imminente direttiva europea sui proxy advisors che dovrà regolare il tema del conflitto d'interessi anche nel Regno Unito. Fino a quando Londra ne farà parte.

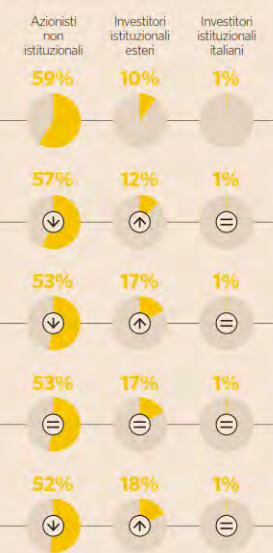
Più che ergere muraglie cinesi, secondo altri osservatori, basterebbe un poco più di attivismo degli azionisti. È la tesi – non disinteressata – che sostiene da tempo Jamie Dimon. Il numero uno di Jp Morgan da anni va dicendo che la crisi finanziaria avrebbe avuto effetti diversi se gli azionisti fossero stati meno pigri. Troppe deleghe ai consulenti a cominciare dai proxy advisors. «C'è del vero – precisa Chris Hodge – anche se solo una frazione minima dell'azionariato del Ftse 350 ha in assoluto votato contro le proposte del board. D'altro canto la stagione delle assemblee è concentrata e gli shareholders istituzionali non sono sempre nella posizione di poter scrutinare direttamente le policies proposte dal board». Delega dunque? Forse, ma solo se si sarà del tutto disolta ogni ombra di conflitto di interessi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

italiani e stranieri, alle assemblee delle prime 100 società italiane quotate a più consigli d'amministrazione che verranno rinnovati quest'anno in Piazza Affari

LA PRESENZA IN ASSEMBLEA

La partecipazione nel 2016 degli investitori istituzionali ai meeting degli azionisti in Italia



Massimo Zanetti Beverage Group S.p.A.
Mediacomtech Spa
Mid Industry Capital Spa
Monrif Spa
Ovs Spa
Panariagroup Industrie Ceramiche Spa
Poligrafici Editoriale Spa
Poste Italiane Spa
Premuda Spa
Prima Industrie Spa
Rai Way Spa
Recordati Industria Chimica E Farm Spa
Reno De Medici Spa
Sias Spa
Stefanel Spa
Telecom Italia Spa
Terna - Rete Elettrica Nazionale Spa
Txt E-solutions Spa
Valsoia Spa
Vianini Industria Spa

I SEI PRINCIPI ITALIANI DI STEWARDSHIP

1. Le Società di gestione adottano una politica documentata, a disposizione del pubblico, che illustri la strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti

2. Le Società di gestione monitorano gli emittenti quotati partecipati

3. Le Società di gestione definiscono chiare linee guida sulle tempistiche e le modalità di intervento negli emittenti quotati partecipati al fine di tutelarne e incrementarne il valore

4. Le Società di gestione valutano, se del caso, l'ipotesi di una collaborazione con altri investitori istituzionali, ove ciò risulti adeguato, prestando particolare attenzione alla regolamentazione in materia di azione di concerto;

5. Le Società di gestione esercitano i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti in modo consapevole

6. Le Società di gestione tengono traccia dell'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR e dei portafogli gestiti e adottano una politica sulla divulgazione delle informazioni in materia di governance

Fonte: Consob, Assogestioni e ufficio studi Sole 24 Ore

I signori del «proxy»: chi sono e cosa fanno

Il boom di questi advisor per l'attivismo degli investitori esteri

Lucilla Incorvati

La buona governance passa anche dal ruolo svolto dagli investitori istituzionali esteri sempre più presenti anche nelle quotate italiane. È cambiata la modalità di partecipazione alla vita assembleare. Grazie a mezzi di comunicazione a distanza, oggi i soci possono prendere parte alle adunanze senza essere presenti fisicamente. Tuttavia, da più parti è diffusa la critica proprio agli investitori istituzionali di essere poco attivi. Ecco perché oltre al modello della delega in forma classica, è aumentato il ruolo dei *proxy advisor*, soggetti che, molto popolari negli Stati Uniti, sono catalizzatori di informazioni fra azionisti ed emittenti, così da colmare il gap informativo che li separa. Il ruolo dei proxy quali intermediari dell'informazione societaria è duplice: da un lato canalizzano un flusso informativo verso gli investitori istituzionali con l'analisi delle delibere; dall'altro con le loro raccomandazioni fungono anche da meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi ultimi in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di remunerazione e spesso orientano le decisioni assembleari. Due le critiche principali all'operato dei proxy: un certo appiattimento da parte degli investitori istituzionali nella ricezione acritica delle raccomandazioni; dall'altro, in alcuni casi certe raccomandazioni potrebbero essere «viziata» da potenziali conflitti di interessi. Per tutte queste ragioni si è occupata di loro anche l'Esma, la Consob europea (si legga pezzo sotto). Anche Assogestioni quando nel 2013 ha varato i Principi italiani di *stewardship* (allineati a quelli dell'associazione dei gestori europei Efama) ha fatto un chiaro riferimento al proxy advisor. Il documento Assogestioni, non vincolante per gli associati vuole stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli

emittenti quotati in cui investono, toccando questioni di primo ordine. Ma secondo alcuni la presenza dei proxy, quando è rispettosa di certi principi, è un segno di democrazia nei Cda. «Quando siamo partiti 20 anni fa il nostro ruolo era circoscritto a esprimere il voto per pochi fondi pensione con istruzioni permanenti. Erano i tempi in cui era necessaria la delega cartacea in originale - racconta Dario Trevisan, fondatore e managing partner dello studio Trevisan & Associati -. Oggi nell'attuale contesto di mercato, gli investitori istituzionali che ci conferiscono delega con articolate istruzioni di voto, rappresentano in alcuni casi la maggioranza del capitale votante nelle assemblee di grandi emittenti e la loro partecipazione è sempre più attiva. Il ruolo del proxy advisor è quello di supportarli il più possibile con analisi mirate e con il giusto flusso informativo, anche per venire incontro a chi è chiamato a partecipare a migliaia di assemblee, spesso in continenti diversi. I proxy non sono coloro che esprimono il voto per delega, ma danno solo indicazioni su come esprimerlo. La decisione finale resta sempre all'investitore che si avvale del proprio delegato: il nostro obiettivo è quello di lavorare sempre con professionalità, rispettando le istruzioni di voto ricevute e la fiducia di chi ci dà il mandato. Seppure esistono dei fenomeni di appiattimento sulle posizioni dei proxy advisor, tale sistema è in continua evoluzione. Infatti, proprio per prevenire tali meccanismi e i conflitti di interesse, i principali proxy advisor sul mercato europeo hanno varato un codice di autodisciplina già nel 2014. C'è chi ad esempio tra i proxy advisor, proprio perché fornisce le raccomandazioni di voto, non presta consulenza alle emittenti stesse». In ogni caso come spiega l'esperto, il ruolo degli investitori istituzionali con il loro advisor ha migliorato la governance delle emittenti, diminuito i rischi di malagestione e può essere considerato un vero asset della società specie quando c'è una giusta comunicazione, non solo a ridosso della stagione assembleare ma durante tutto l'esercizio. E allo stesso modo tra l'emittente e i proxy.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

DIETRO I NUMERI

Fabrizio Galimberti

L'effetto ottico del saldo strutturale Ue

Le regole del Fiscal Compact prescrivono, per i Paesi ad alto debito, una politica costantemente restrittiva, volta a migliorare, con costanza degna di miglior causa, il deficit di bilancio strutturale (cioè corretto dal ciclo). Fortunatamente, la Commissione Ue «predica male e razzola bene». Negli ultimi anni tale deficit è andato peggiorando, sia in Italia che in Germania e nell'Eurozona nel suo complesso. Questo peggioramento configura un «razzolar bene»: rappresenta una spinta del bilancio pubblico volta a rinverdire la stanca congiuntura.

Il «predicar male» sta nella richiesta di una manovra correttiva pari allo 0,2% del Pil: un ossicino da gettare ai mastini della Commissione per quietarne i bollori rigoristici. Ma il saldo strutturale è un costrutto teorico: questo saldo calcola le grandezze del bilancio quali emergerebbero in condizioni «normali», cioè se l'economia fosse, come la minestra di Riccioli d'oro, «né troppo calda né troppo fredda». Le tecniche di calcolo del Pil «normale» o «potenziale» diventano importanti. Come ricorda un recente studio dell'Ocse («*Estimates of potential output: benefits and pitfalls from a policy perspective*»), di Jean-Philippe Cotis, Jørgen Elmeskov, Annabelle Mourougane - Oecd Economics Department) si possono prendere decisioni sbagliate se le stime del Pil potenziale si rivelano errate.

La tabella mostra di quanto variano le stime del saldo strutturale (totale e primario) usando le diverse procedure adottate dalla Ue, dall'Ocse e dal Fondo monetario. Impressionante è la differenza fra le stime dell'avanzo primario strutturale in Italia e in Germania. Come si vede, il saldo strutturale «è nell'occhio di chi guarda».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il bilancio pubblico

Saldo strutturale*, in % del Pil potenziale

	COMM. UE	OCSE	FMI
	ITALIA		
Saldo complessivo	-1,6	-0,1	-1,2
	GERMANIA		
	0,7	-0,2	-0,1
	ITALIA		
Saldo primario	2,6	3,6	-
	GERMANIA		
	2,0	0,8	-

* Stime 2016. Fonte: elab. Plus sudati Ue, Ocse, Fmi

Le contromisure Ue per arginare la delega

Codice di autodisciplina e una direttiva europea per contenere il fenomeno

Antonio Criscione

■ Quanto è informato il consigliere? E quanto è indipendente? Sono queste le principali questioni che si pongono a proposito dei *proxy advisor*.

In un documento del 2013, Tao Li del Dipartimento economico della Columbia University mostrava come la crescita delle quote di mercato di un secondo player sulla piazza americana, ovvero Glass Lewis rispetto a Iss, avesse cambiato notevolmente le indicazioni di

quest'ultimo, aumentando i voti contrari e le astensioni rispetto a quanto avvenisse in precedenza quando la situazione era configurabile come un monopolio. E segnalava la situazione di conflitto di interessi nel fatto che queste imprese spesso forniscono servizi agli emittenti e consigli agli investitori. Come avrebbe detto Cyrano di Rostand: con una mano accarezzano la capra e con l'altra inaffiano il cavolo.

L'attenzione dell'Esma (la Consob europea) sul fenomeno è cominciata dal 2011, quando è stata avviata una ricognizione del fenomeno. Dopo alcune ipotesi di regolamentazione del settore per via normativa, è prevalsa la strada del codice di autodisciplina. Sulla cui efficacia a fine 2015 la stessa authority europea ha pubblicato un altro documento

per fare il punto della situazione e dare indicazioni per il futuro. La stessa parabola è stata seguita dalla direttiva europea sui diritti degli azionisti (si veda l'intervista a pag. 7) che era partita dall'idea di una regolamentazione per via normativa, approdando alla fine all'idea di imporre ai proxy l'obbligo di aderire a un codice di comportamento. E di seguire la via, che vale anche per le società emittenti, del *comply or explain*: ovvero se non si aderisce a uno o più dei principi del codice, occorre spiegare per quale motivo ciò non sia stato fatto.

Quanto alla situazione italiana, la Consob ha pubblicato nel 2015 un quadro di finanza relativo all'impatto delle indicazioni dei proxy sulle decisioni in assemblea. I risultati dello studio (condotto in collaborazione con l'Uni-

versità Cattolica) indicavano che «il voto degli investitori istituzionali sulle politiche di remunerazione è fortemente correlato con le raccomandazioni dei *proxy advisor*». Tuttavia, la «conformità» cresceva quanto minore era il coinvolgimento dell'investitore nella società per la quale si votava; in pratica gli investitori con partecipazioni più rilevanti tendono ad avere un giudizio proprio e un confronto più libero con le indicazioni dei proxy. Malo studio dava un'indicazione che mostrava comunque la rilevanza del fenomeno per il nostro Paese. «Stime preliminari mostrano che in Italia l'effetto delle raccomandazioni dei proxy sul voto degli investitori istituzionali è altrettanto forte, se non più forte, di quello osservato negli Usa».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

COVER STORY

CONFLITTI DI INTERESSE IN BORSA

Indipendenti ma non per finta

I consiglieri slegati dall'azionista principale non devono sedere nel Cda per più di nove anni

Antonio Criscione

Nel corso degli anni, secondo gli autori dei vari rapporti sulla corporate governance (Assonime-Emitenti titoli, Comitato per la Corporate governance, Consob), il mercato italiano ha registrato una notevole crescita nella consapevolezza dell'importanza dell'autonomia del board. E il prossimo step potrebbe essere un codice ad hoc per le società minori, o una raccomandazione dell'adozione dei principi delle società quotate in modo più flessibile.

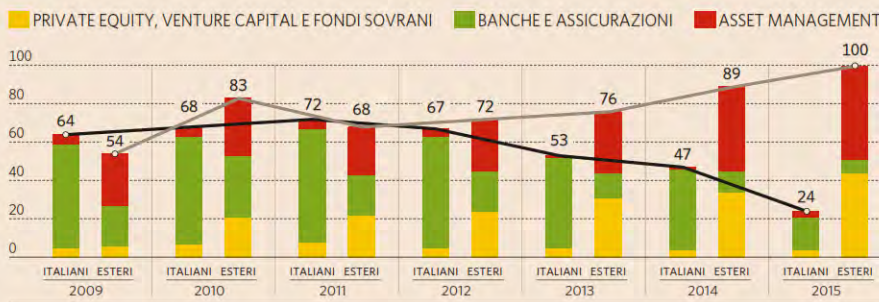
Uno degli indicatori del cambiamento in materia di corporate governance può essere ravvisato nel ruolo crescente degli amministratori indipendenti. Il codice di autodisciplina delle società quotate raccomanda, a questo proposito, per quelle appartenenti all'indice Ftse Mib come necessaria la presenza di almeno un terzo di indipendenti e che non possano essere mai inferiori a due. Si tratta di un'indicazione alla quale già nel 2015 la quasi totalità dei Cda si era allineata. E sicuramente nel tempo c'è stato un miglioramento anche qualitativo del dato relativo agli indipendenti. Nei primi rapporti, come segnalato dal professor Massimo Belcredi, dell'università Cattolica di Milano, venivano indicati come indipendenti anche tutti i componenti del board. Persino l'amministratore delegato. Negli ultimi rapporti quindi i numeri sono paradossalmente calati, ma il dato è più significativo.

Una delle caratteristiche indicate dal codice (a titolo esemplificativo) per valutare l'indipendenza dell'amministratore è che non sieda nel Cda da più di nove anni. Si tratta di un aspetto molto disatteso dalle società, che però spiegano il motivo della scelta (il codice si basa sul principio del *comply or ex-*

Le società: controllo e presenza di investitori istituzionali

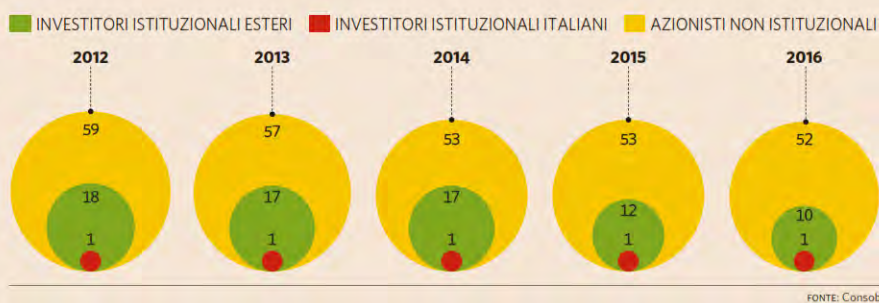
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NEL CAPITALE

Partecipazione al capitale degli investitori istituzionali rilevanti



GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN ASSEMBLEA

Quota media di capitale nelle assemblee delle prime 100 società quotate italiane per capitalizzazione. In %



plain) nella necessità di non disperdere una competenza ormai acquisita oppure nella scelta di criteri ad hoc, nel rispetto del principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Importante è anche l'evoluzione di genere all'interno degli amministratori indipendenti. A giugno 2016 la quota di donne nei Cda aveva superato la soglia del 30%. Poi il rapporto Consob spiega che in circa due casi su tre le donne si qualificano come amministratori indipendenti. Significativo poi che negli ultimi quattro anni sia cresciuta l'incidenza delle donne *interlock-*

ker, passando dal 18% registrato nel 2013 al 30% delle amministratrici a giugno 2015; sono *interlocker* gli amministratori che siedono in consigli di amministrazioni di più società. Questo mostra che la platea di riferimento delle amministratrici risulta ancora piuttosto limitata.

Un aspetto importante quest'ultimo. Secondo Paola Schizzer, presidente di NedCommunity, associazione di consiglieri indipendenti: «Dalla to dei numeri ormai la situazione si è consolidata. E invece cresce l'attenzione ai requisiti sostanziali di profes-

sionalità e di indipendenza. È passata infatti la cultura del Cda come organo capace di prendere decisioni autonome nell'interesse della società». A gennaio si è chiusa una consultazione congiunta di Esmas ed Eba sulle linee guida per i componenti dei Cda delle banche alla quale ha partecipato anche NedCommunity. Secondo Schizzer «si è alzata enormemente l'asticella per quanto riguarda le caratteristiche richieste. Tanto da far venire il dubbio che effettivamente si possa trovare qualcuno con quelle caratteristiche».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I DATI DEL RAPPORTO CONSOB

GLI INDIPENDENTI

Secondo il rapporto Consob sulla Corporate governance il peso degli amministratori indipendenti ai sensi del Tuf e/o del Codice di Autodisciplina è pari al 46,6%, corrispondente a una presenza mediamente inferiore a cinque membri. Gli amministratori di minoranza, presenti in 98 emittenti (93 a fine 2012), pesano per circa l'8% del board e sono in media 1,8 (0,8 se si considerano tutte le società quotate).

INTERLOCKING

Sempre secondo il rapporto Consob, la maggior parte delle imprese italiane quotate conta almeno un amministratore titolare di incarichi di amministrazione in altre società quotate. A eccezione di 20 imprese di piccole dimensioni, nelle quali gli interlocker pesano più del 50 per cento dei membri del board, negli altri casi l'interlocking coinvolge solo una minoranza dell'organo amministrativo (in 79 società meno di un quarto e in 66 società una percentuale compresa tra il 25 e il 50%). In media, gli interlocker che siedono nei consigli delle società italiane sono due e rappresentano circa il 20% del totale dei membri. Il fenomeno è più significativo nelle società ad elevata capitalizzazione (dove gli interlocker arrivano a detenere 3,7 incarichi e a pesare quasi il 30%) e riguarda prevalentemente imprese che operano in gruppi differenti (133 casi; in nove casi l'interlocking è solo all'interno di uno stesso gruppo mentre nei restanti 23 le altre cariche sono ricoperte sia all'interno del gruppo sia in altre società).

Chi usa (e chi no) in Italia le società di proxy

Nelle aziende dell'Msci Usa l'uso degli advisor in due anni è passato dall'1% al 41,2%

Lucilla Incorvati

Al di là dell'oceano nelle aziende dell'Msci Usa l'utilizzo dei proxy in due anni (2015-2016) è passato da meno dell'1% al 41,2 per cento. Lo rivela uno studio realizzato da Msci ESG Research, dal titolo Proxy Access - 2017 Engagement Focus, secondo il quale il ricorso ai proxy è stata una delle grandi storie di successo in termini di avanzamento dei diritti degli azionisti. Ovviamente, l'aumento non è stato uniforme: quelle società cosiddette sha-

reholder-friendly sono quelle che hanno mostrato una tendenza maggiore al ricorso ai proxy così come una maggiore apertura alla corporate governance. E in Italia quanto è diffuso ricorrere alle proxy firm?

Certamente non lo è spesso nelle piccole società per esempio dell'Aim Italia. Ma ci sono diversi esempi di aziende italiane come ad esempio quelle dello Star in cui, accanto al fondatore che ha la partecipazione di maggioranza, la governance è proxy friendly. «Le proxy firm assomigliano molto alle società di rating», spiega Manfredi Vianini Tolomei, responsabile della practice capital markets dello studio legale Chiomenti - visto che in alcuni casi esprimono delle valutazioni sulla corporate governance delle quotate e danno raccomandazioni di voto soprattutto nelle società che hanno un azionariato diffuso».

C'è qualcuno che critica le prassi, spesso troppo rigide, di dare indicazioni di voto sulle delibere in alcuni casi molto in anticipo rispetto all'evoluzione della vita societaria. «Direi che negli ultimi sei/sette anni il loro ruolo è cresciuto progressivamente di pari passo alla spinta ad un maggior attivismo da parte degli investitori istituzionali - ricorda Susanna Stefani, fondatrice di Governance Consulting - . Oggi praticamente tutti quegli investitori istituzionali (asset manager, fondi pensione, banche, compagnie) che non sono *blockholder*, (ovvero chi non detiene almeno il 5% dell'equity, soglia che qualifica una partecipazione rilevante nell'impresa) di solito si affida a un proxy. Praticamente tutti i fondi esteri lo fanno e vi

ricorrono prevalentemente per ragioni di costo perché è economicamente più conveniente rispetto all'avere un proprio membro. Certo sarebbe opportuno, visto che intervengono su tematiche di primo piano e nell'indirizzo di voto, che anche in Europa il loro operato fosse sottoposto a una normativa stringente come quella della Sec statunitense».

Giovanni Tamburi, fondatore di Tip, società molto presente come investitore in tante società quotate (Prysmian, Amplifon, Interpump, Digital Magics, Ferrari, Mondclear e altre), afferma: «Vent'anni fa con altre persone sono stato tra i fondatori di Proxy Italia - spiega il manager - quindi quella dei proxy ritengo sia una via per portare un po' di democrazia nel

mondo delle società quotate. E a prescindere dalla crescita sul mercato alla quale stiamo assistendo negli ultimi anni, credo nel loro ruolo da tempi non sospetti. Oggi si va in quella direzione, anche se è bene non eccedere in certi formalismi e soprattutto nel rispetto dei diversi ruoli». Tuttavia, Tamburi e il suo team preferiscono sedere direttamente nei Cda, informarsi e prendere decisioni di voto in prima persona. «Di rado abbiamo fatto ricorso a proxy firm - conclude il manager - . Lo abbiamo fatto in occasioni particolari come nel caso dell'Opb Bolzoni e in quella più recente di Dedalus perché volevamo fare delle verifiche sugli investitori».

Il consiglio sul voto è destinato a sparire?



INTERVISTA

Carmine Di Noia

Commissario Consob

Antonio Criscione

Cosa c'è all'origine del fenomeno proxy advisor?

Quella dei proxy advisor è un'industria particolare. Nasce perché i gestori devono fare quasi per necessità outsourcing per fare scelte informate e corrette quando (e se) vanno a votare nelle assemblee delle società alle quali partecipano. Non sempre possono votare in tutte le assemblee, ma la loro presenza aumenta nel tempo perché considerare il voto come un'opzione concreta rappresenta anche un dovere verso i propri clienti. Le assemblee avvengono in un unico periodo dell'anno e questo spinge più all'outsourcing che a un'analisi e a un intervento diretto in ciascun emittente.

Quali problemi può creare una scelta di questo tipo?

Un primo problema è: sono i proxy advisor in grado di elaborare delle decisioni di voto basate quanto meno sulla conoscenza dei documenti dei singoli emittenti o addirittura dei singoli paesi? In Europa, in particolare in Francia, si è posto il problema se i proxy avessero le risorse adeguate per lo

scopo prefissato. I proxy infatti hanno lo stesso problema degli asset manager: ovvero dover conoscere la legislazione di tanti paesi anche molto diverse tra loro. In Italia si era posta in passato la questione del voto di lista, è una particolarità del nostro ordinamento. Gli investitori stranieri all'inizio votavano, in alcuni casi, "no" su tutte le liste perché non era chiaro questo meccanismo. Il problema si è verificato così spesso che i gestori hanno avvertito la necessità di chiedere indicazioni di voto sui vari punti delle assemblee a più proxy advisor.

E se danno indicazioni diverse?

Questo è un problema che effettivamente si può porre. Capita spesso che i pareri siano discordanti, come

“I problemi da affrontare? I consulenti, ad esempio, non possono conoscere le leggi di tutti i Paesi

hanno mostrato diversi studi condotti sul campo incluso il quaderno Consob sui proxy advisor del 2015. A questo punto il gestore deve capire quale seguire e deve impiegare per questo risorse interne. Questo pone una questione sulla utilità di rivolgersi a un soggetto esterno se poi occorre studiare comunque la questione. Inoltre il crescente engagement da parte dei fondi nelle società in cui si investe porta a una conoscenza diretta della società e rende parzialmente superata la necessità di un proxy advisor. Magari tra vent'anni potrebbero non esistere più dei proxy advisor.

Ma come si fa ad uscire da questa incertezza?

La direttiva Shareholder's rights - ormai approvata - ha scelto di dare una regolamentazione ai proxy advisor mediante l'approccio del *comply or explain*. Ovvero in linea con quella del codice di autoregolamentazione che i proxy advisor si sono dati nel 2014. Un approccio che mi pare corretto: in un mercato oligopolistico, una regolamentazione pubblicistica dell'attività finirebbe per dare una legittimazione maggiore ai soggetti che vi operano. L'autodisciplina è un complemento importante alla disciplina fissata dalle norme. In fondo si tratta di un'industria basata sulla reputazione, se il proxy advisor sbaglia mette in pericolo la propria credibilità.

I proxy advisor ci riportano necessariamente alla questione della qualità della corporate governance per le imprese italiane. Cosa esce dai rapporti che la analizzano?

L'Italia è uno dei paesi in cui c'è una maggiore disponibilità di dati. Sia perché a richiederlo sono norme (come per le operazioni con le parti correlate), sia perché lo prevede l'autodisciplina. E ci sono molte analisi complementari di questi dati, da Assonime-Emittenti titoli, Comitato corporate governance e da Consob. Queste danno un quadro dell'andamento, ma non possono affermare con certezza se c'è una buona o cattiva governance nella singola società. Sarebbe importante che i Cda facessero un confronto interno su questi rapporti per vedere in che misura la società è in linea con le richieste del codice di autodisciplina. E sarebbe importante il ruolo degli amministratori indipendenti nell'utilizzare queste analisi per migliorare la go-

LA CORPORATE E LA SUA ATTUAZIONE

LE FONTI DELLA GOVERNANCE

Le regole sulla corporate governance sono sia di origine legislativa (in gran parte di derivazione europea) sia dettate dal Codice di Autodisciplina delle società quotate. Sono di origine legislative per esempio quelle sulla diversità di genere, sull'interlocking (presenza di amministratori in più società quotate), sulle operazioni con le parti correlate. Sono invece derivate dal Codice di Autodisciplina, tra le altre, quelle sul numero dei consiglieri indipendenti, sulla presenza di comitati, sulle politiche di remunerazione.

LE MODALITÀ DI RICOGNIZIONE

Le regole di derivazione normativa vengono monitorate annualmente dal rapporto Consob, quelle derivanti dal Codice di Autodisciplina dal rapporto di Assonime - Emittenti titoli. Sulla base dei rapporti esistenti il Comitato per la corporate governance ogni anno detta delle raccomandazioni per migliorare la compliance verso le regole esistenti. Quest'anno particolare attenzione è stata dedicata alle politiche di remunerazione del management, per fare adottare alle società regole più stringenti.

vernance. Peraltro quest'anno il rapporto del Comitato per la corporate governance è stato molto più severo degli anni scorsi per arrivare a una maggiore compliance nei punti che sono meno rispettati. Uno stimolo in più a questo fine.

Di recente si è posto un problema relativamente alla stewardship dei fondi, superato quando dai principi applicativi del codice è stato semplificato il rapporto diretto tra amministratori di minoranza e azionisti che li hanno eletti.

Questo è un tema che riporta a una questione centrale, mai affrontata, della corporate governance, ovvero quella della circolazione delle informazioni nei gruppi societari. Ci sono i limiti posti dal regolamento Market abuse, che rendono difficile fornire informazioni privilegiate relative a società quotate, anche in favore delle controllanti, pur in assenza di trading da parte di queste ultime. Un altro punto delicato riguarda i limiti che il regolamento oppone al dialogo tra gli amministratori e gli azionisti che ne hanno permesso la nomina presentandoli come candidati nelle proprie liste, dato che gli amministratori sono comunque tenuti a fare l'interesse della società. Non aiuta la certezza del quadro normativo la mancanza, in Europa, di una nozione di gruppo condivisa.

Che si fa allora?

La nuova Market abuse, con una norma che apparentemente è molto lontana da queste questioni, quella sui *market soundings* (i sondaggi di mercato, ndr), mantenendo la confidenzialità e tutte una serie di precauzioni, consente di "sondare" il mercato. E quindi su alcuni punti anche la controllata può sondare la controllante.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

NATIXIS
GLOBAL ASSET MANAGEMENT

USA IL RISCHIO A TUO VANTAGGIO

Una maggiore comprensione del rischio può aiutarti a riconoscere le opportunità in contesti di volatilità. Esplora strategie volte ad affrontare con più sicurezza i mercati instabili.

Visita ngam.natixis.it



Ogni investimento comporta dei rischi, incluso il rischio di perdite di capitale. Documento promozionale non contrattuale.

Natixis Global Asset Management, S.A. è la società capogruppo di una serie di società specializzate nella gestione e distribuzione a livello mondiale. Il presente materiale è fornito da NGAM S.A. società di gestione del risparmio di diritto lussemburghese, o dalla propria succursale NGAM S.A., Succursale Italiana, con sede in via Larga, 2 - 20122 Milano (Tel 800 131 866).

PRIMA DELL'ADESIONE, LEGGERE IL PROSPETTO E IL KIID DISPONIBILI PRESSO I COLLOCATORI.

ADINT320-0217



Bassi rendimenti?

Cambia il tuo punto di vista.

Anche in uno scenario di bassi tassi d'interesse puoi ottenere rendimenti interessanti con un rischio contenuto.

I nostri fondi Short Duration possono ottimizzare il profilo rischio/rendimento dei tuoi clienti.

Guida i tuoi clienti nella costruzione di portafogli più solidi.

Scopri come farlo su blog.axa-im.it →

Portale ad utilizzo esclusivo di investitori professionali.



MESSAGGIO PUBBLICITARIO

PRIMA DELL'ADESIONE LEGGERE LE INFORMAZIONI CHIAVE PER GLI INVESTITORI (KIID) E IL PROSPETTO, disponibili su www.axa-im.it. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il presente documento non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'investimento in specifici prodotti finanziari del gruppo AXA. A cura di AXA Investment Managers Italia SIM S.p.A., Corso di Porta Romana, 68 - 20122- Milano, Tel (+39) 02 58299.11, iscritta al n. 210 dell'albo delle SIM tenuto dalla CONSOB www.consob.it
Photos: Getty e ThinkStock