

La corporate governance in epoca di transizioni

Conferenza CONSOB, Comitato Italiano Corporate Governance, ASSONIME

Roma, 30 maggio 2022

Conclusioni

Carmine Di Noia

Direttore, Directorate for Financial and Enterprise Affairs, OCSE

DISCLAIMER:

Le opinioni espresse sono personali e non rappresentano necessariamente quelle dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)

Buongiorno a tutti,
Cari amici e colleghi,

Vi ringrazio per l'opportunità di poter partecipare a questa presentazione e poter esprimere alcune riflessioni a conclusione di quello che è stato un evento eccellente. Nondimeno, vi ringrazio per l'invito a tornare qui, in un luogo a me così caro e familiare, a parlarvi di temi che mi stanno a cuore.

Innanzitutto, un primo doveroso ringraziamento va sicuramente rivolto alla CONSOB per il suo consolidato coinvolgimento e sostegno nei confronti del Comitato per la Corporate Governance dell'OCSE. In particolare, grazie a Marcello Bianchi in qualità di suo ex Presidente ed a Chiara Mosca in qualità di attuale Vice Presidente del Comitato.

Vorrei anche congratularmi con tutti voi per la pubblicazione di questi tre rapporti che forniscono un resoconto completo in merito agli sviluppi della corporate governance in Italia. Come si desume già dal titolo di questa conferenza, stiamo vivendo un'epoca di transizioni. Questo è il caso, come abbiamo visto, non solo in Italia, ma anche a livello globale.

A complemento degli interventi precedenti sull'evoluzione della corporate governance in Italia, oggi vorrei offrirvi una panoramica degli sviluppi della corporate governance e dei mercati dei capitali a livello internazionale dal punto di vista dell'OCSE.

Come sapete, l'OCSE sta attualmente lavorando alla prossima revisione dei *Principi di corporate governance del G20/OCSE*. L'obiettivo principale della revisione è quello di rafforzare i Principi, mediante l'adeguamento delle pratiche di corporate governance alla realtà post-Covid-19, tenendo conto degli effetti strutturali della crisi sui mercati dei capitali e sulle pratiche di governo societario.

Tale revisione segue al riconoscimento dei Principi come un asset strategico e, consequenzialmente, di un fatto importante, vale a dire che man mano che la realtà a cui si applicano i Principi evolve, questi devono a loro volta adeguarsi. Questo vale, in senso più ampio, per la formulazione ed adozione di ogni politica pubblica – in quanto tali politiche non possono essere formulate né esistere isolatamente, a prescindere dalla realtà circostante.

In questo spirito, abbiamo identificato 10 aree prioritarie per il processo di revisione dei Principi sulla base delle principali tendenze strutturali dei mercati di capitali e della corporate governance. Oggi mi soffermerò brevemente su due tendenze chiave, utili ad illustrare la più ampia evoluzione del governo societario, vale a dire gli **assetti proprietari** e le **strategie in materia di sostenibilità e resilienza** delle imprese.

Per quanto riguarda gli **assetti proprietari**, è in significativo aumento a livello globale la concentrazione proprietaria soprattutto nelle mani di investitori istituzionali. Alla fine del 2020, gli investitori istituzionali detenevano il 43% della capitalizzazione del mercato globale delle società quotate. Oltre a questo trend a livello macro, gli investitori istituzionali detenevano partecipazioni significative anche a livello delle singole società. Nei paesi appartenenti all'OCSE, i 10 investitori istituzionali più grandi detenevano una quota media pari a quasi il 22% di capitale per impresa. Questi dati evidenziano importanti questioni relative alle pratiche di corporate governance, soprattutto alla luce delle strategie di investimento passive da parte di molti investitori istituzionali.

Pertanto, la domanda che sorge spontanea è perché stiamo assistendo a questo aumento della concentrazione proprietaria nelle mani degli investitori istituzionali? È un quesito importante, che può essere in parte spiegato alla luce dei cambiamenti strutturali dei mercati azionari avvenuti nel corso degli ultimi anni.

Specificatamente, negli ultimi 15 anni, a partire dal 2005, più di 30.000 società si sono ritirate dai mercati azionari a livello globale. Questo numero equivale al 75% di tutte le società quotate oggi. Al crescente flusso di revoche con abbandono della quotazione, non sono corrisposte altrettante nuove quotazioni e questo comporta, a livello globale, una progressiva riduzione del numero di società quotate sui mercati dei capitali. Questa dinamica è particolarmente pronunciata in Europa e negli Stati Uniti. Similmente, in Italia, il numero netto di nuove quotazioni sul mercato regolamentato è stato negativo dal 2008 al 2020 in tutti gli anni, tranne che nel 2014 e 2015.

Ne consegue che il capitale apportato dagli investitori istituzionali, in significativa crescita, insegue un numero sempre minore di società quotate, con consequenziali effetti sulla concentrazione degli assetti proprietari. Naturalmente, senza entrare nei minimi dettagli, vorrei far notare come la relazione causa-effetto possa essere spiegata in entrambi i sensi. Infatti, la crescente diminuzione del numero di società quotate potrebbe conseguire anche al fatto che gli investitori istituzionali preferiscono investire in società più grandi e liquide, scoraggiando quelle più piccole dal quotarsi in borsa.

Come evidenziato dal Rapporto CONSOB 2021 sulla corporate governance delle società quotate italiane, anche in Italia la concentrazione proprietaria è piuttosto

elevata, nonostante si sia assistito ad un leggero calo nel tempo. A fine 2020, la quota del primo azionista era in media pari a quasi il 48%. Complessivamente, gli assetti proprietari si discostano lievemente dalle tendenze globali, in quanto in Italia la presenza di investitori istituzionali è complessivamente calata negli ultimi anni. Tuttavia, va sottolineato che, se si considera solamente il numero di investitori istituzionali italiani, se ne è registrato un aumento tra il 2019 e il 2020, per la prima volta in un decennio.

Non va poi sottovalutato come la categoria dominante negli assetti proprietari vari in modo significativo a seconda dell'area geografica di riferimento. Ad esempio, mentre la quota di partecipazioni degli investitori istituzionali è elevata in molti paesi sviluppati, in particolare negli Stati Uniti, in molti paesi emergenti una quota importante della proprietà è invece detenuta da gruppi societari e dallo Stato.

In Italia, le famiglie continuano a rappresentare i principali azionisti di riferimento, con il controllo del 64% delle società quotate.

Dal punto di vista della corporate governance, queste evoluzioni e differenze sono importanti fattori da monitorare. Dopotutto, chi detiene la proprietà delle società ed i relativi incentivi sono elementi da prendere in considerazione in quanto alla base del governo societario.

Passiamo ora alle questioni in tema di **sostenibilità e resilienza** delle imprese. Vorrei iniziare col sottolineare quanto sia incoraggiante vedere un così alto livello d'impegno e coinvolgimento attorno quest' importante tema, in Italia ed a livello globale. Nella sessione precedente, i tre Presidenti, Savona, Calvosa e Grieco, hanno fatto un ottimo lavoro nel descrivere il contesto della governance delle società italiane rispetto alla sostenibilità ed alla digitalizzazione. Anche a livello internazionale gli investitori stanno prestando molta attenzione alla sostenibilità ed all'integrazione di parametri ambientali, sociali e di governance (ESG) nel processo decisionale relativo agli investimenti ed al voto in assemblea.

In seguito alla crisi dovuta al Covid-19 questo fenomeno è oggi ancora più diffuso, in quanto la crisi non ha soltanto messo in evidenza l'importanza d'identificare rischi sistemici, ma ha anche aumentato le aspettative delle imprese in merito alle questioni di sostenibilità, rendendole sempre più rilevanti. Sebbene, senza una definizione standardizzata, sia difficile quantificare esattamente l'ammontare di investimenti con parametri ESG, oggi questi investimenti rappresentano senza dubbio un mercato da svariati miliardi di dollari. Quest'evoluzione ha conseguenze non solo sulle modalità con cui gli investitori interagiscono con le società ma anche su come decidono di investire i propri capitali, con risvolti importanti sul governo societario delle imprese. In altre parole, temi come il cambiamento climatico sono oggi parte integrante della governance delle imprese. E questo per una valida ragione: si stima che il cambiamento climatico sia considerato un rischio finanziariamente rilevante per ben due terzi delle società quotate per capitalizzazione di mercato.

Queste sono solo due delle principali aree tematiche alla base dell'evoluzione della corporate governance. Come ho accennato all'inizio del mio intervento, la revisione dei *Principi di Corporate Governance del G20/OCSE* fa riferimento ad altre importanti

aree, molte delle quali sicuramente familiari: in particolare la digitalizzazione, l'autoregolamentazione (cosiddetta *stewardship*) degli investitori istituzionali, l'eccessiva assunzione di rischi nel settore non finanziario ed i comitati endoconsiliari, per citarne alcune. È chiaro che molti aspetti del governo societario, e più in generale delle nostre economie e dei mercati dei capitali, stanno cambiando. Come affermato all'inizio del mio intervento, ciò significa che anche noi dobbiamo essere pronti a cambiare, affinché i nostri strumenti rimangano pertinenti. Ed è proprio questo periodo di transizione il momento più opportuno per procedere alla revisione dei Principi.

Infine, è bene fare un passo indietro e ricordare a noi stessi perché la corporate governance è di grande importanza. Un buon governo societario funge da prerequisito per il buon funzionamento dei mercati dei capitali. Ciò, a sua volta, offre alle imprese l'accesso ai capitali necessari per investire e crescere, nonché la resilienza per superare periodi di crisi, proteggendo al contempo i risparmiatori. Non è un fine in sé, ma un mezzo per raggiungere obiettivi economici più ambiziosi. In qualità di *policymakers* e membri di autorità di regolamentazione dovremmo sempre tenere a mente quest'obiettivo finale. In effetti, l'obiettivo che ci si prefigge con la revisione dei *Principi del G20/OCSE* è proprio quello di contribuire alla formazione di mercati che possano aiutarci a raggiungere finalità più ampie. La transizione verde e la transizione digitale ne sono due esempi importanti.

La posta in gioco è alta, ma abbiamo il dovere di riuscirci e sono fiducioso che lo faremo.