

FTSE MIB

Evoluzione degli assetti proprietari
ed attivismo assembleare delle
minoranze

*con approfondimento della Direttiva
2007/36/CE relativa all' "Esercizio di alcuni
diritti degli azionisti di società quotate"
recepita con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27*

Stampato a Roma
Aprile 2010

FTSE MIB

Evoluzione degli assetti proprietari
ed attivismo assembleare delle minoranze
*con approfondimento della Direttiva 2007/36/CE relativa all' "Esercizio di alcuni
diritti degli azionisti di società quotate" recepita con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n.27*

Prefazione

Stefano Marini (Georgeson)

Parte I - Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze: l'indagine empirica

coordinamento

Fabio Bianconi – Sabrina Bruno

a cura di

Fabio Bianconi (Georgeson)

Andrea Perrelli (Ceradi LUISS Guido Carli)

Giacomo Folino (Georgeson)

Nunzio Attilio Toscano (Ceradi LUISS Guido Carli)

Parte II - La Direttiva 2007/36/CE relativa all' "Esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate" recepita con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27

Sabrina Bruno (Università della Calabria – LUISS Guido Carli)

INDICE

PREFAZIONE	9
PARTE I.....	11
EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI PROPRIETARI ED ATTIVISMO	
ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE: L'INDAGINE EMPIRICA.....	11
INTRODUZIONE	13
1. ASSETTI PROPRIETARI	15
<i>1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB.....</i>	<i>15</i>
<i>1.2. Analisi per settori.....</i>	<i>22</i>
<i>1.3 Azionista di controllo.....</i>	<i>25</i>
1.3.1 Identificazione dell'azionista di controllo e modelli di controllo.....	25
2. LA PARTECIPAZIONE ALL'ASSEMBLEA ORDINARIA NELLE	
SOCIETÀ DEL FTSE MIB	28
<i>2.1 La stagione assembleare.....</i>	<i>28</i>
2.1.1 La datazione dell'evento assembleare	28
2.1.2 La rappresentanza in assemblea	29
2.1.3 Il quorum costitutivo	29
2.1.4 L'incidenza sul capitale presente in assemblea per azionista.....	32
2.1.5 L'intensità di partecipazione	35
<i>2.2. Analisi per settori.....</i>	<i>38</i>
3. L'ATTIVISMO DELLE MINORANZE.....	43
<i>3.1 Il livello di dissenso</i>	<i>44</i>
<i>3.2 L'elezione delle cariche sociali</i>	<i>48</i>
3.2.1 Il Voto di lista.....	49
CONCLUSIONI.....	54

PARTE II	60
LA DIRETTIVA 2007/36/CE RELATIVA ALL’ “ESERCIZIO DI ALCUNI DIRITTI DEGLI AZIONISTI DI SOCIETÀ QUOTATE” RECEPITA CON IL D.LGS. 27 GENNAIO 2010 N. 27	60
1. INTRODUZIONE: I PRINCIPI DI FONDO NEI LAVORI COMUNITARI PREPARATORI ALLA DIRETTIVA.....	62
2. LE DISPOSIZIONI PRINCIPALI DELLA DIRETTIVA 2007/36/CE.....	64
3. IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA IN ITALIA CON D.LGS. N. 27/2010: LE MODIFICHE APPORTATE AL CODICE CIVILE E AL D.LGS. N. 58/1998.....	67
4. CONCLUSIONI: IL POTENZIAMENTO DELLA <i>VOICE</i> DELLE MINORANZE.....	77
ALLEGATO	83
BIBLIOGRAFIA	114

All'amico e collega Marco Fabio Papa

Marco Fabio Papa è stato il responsabile dell'area legale di GSC Proxitalia, oggi Georgeson, sin dalla nascita della società. Ed in tale veste ha sempre manifestato interesse su particolari tematiche inerenti il diritto societario, la *corporate governance* e la legittimazione del diritto di intervento in assemblea.

È con piacere che cogliamo questa nuova occasione per dedicare a Marco Fabio il presente lavoro e ricordarlo con affetto e amicizia.

PREFAZIONE

La recente crisi economica e gli scandali finanziari che si sono succeduti negli ultimi anni hanno riportato al centro del dibattito giuridico, politico e accademico, il tema della protezione degli investitori e, più in generale, delle minoranze azionarie.

Nel nostro Paese qualsiasi considerazione sull'argomento non può prescindere da una riflessione sugli assetti proprietari delle società quotate. L'elevato grado di concentrazione azionaria in capo a pochi soggetti che, di diritto o di fatto, detengono il controllo del governo societario, rende necessaria l'adozione di adeguati strumenti di protezione per quei soggetti meno influenti che rappresentano la minoranza.

L'evoluzione del quadro normativo italiano negli ultimi anni, dalla legge sul risparmio al nuovo codice di autodisciplina, ha rappresentato una risposta alle esigenze di investitori privati e istituzionali. Tuttavia il mero intervento regolamentare non può essere inteso come il palliativo capace di contribuire a creare nuove e più evolute forme di assetti proprietari e di *governance*. Come altri, anche il mercato italiano è in parte figlio della propria storia, espressione di quei valori e di quegli interessi che da sempre hanno caratterizzato il sistema economico e politico. In particolare, la presenza di una sovrapposizione tra proprietà e direzione in molte delle emittenti italiane rende una difficile una comparazione con quei modelli di studio ispirati ai mercati anglosassoni.

Nel nostro contesto si rende dunque basilare un coinvolgimento dei diversi portatori di interesse nella gestione dell'impresa capace di permettere un'adeguata compensazione - non necessariamente di carattere finanziario - delle aspettative.

La Direttiva 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, rappresenta senza dubbio un passo importante verso un più compiuto e proattivo *involvement* delle minoranze. Il suo recente recepimento nell'ordinamento italiano, che ha visto anche Georgeson attivamente impegnata nelle fasi consultive, ha rappresentato un forte stimolo al nostro

desiderio di riprendere l'attività di ricerca, che per molti anni è stata uno dei punti di riferimento per operatori e investitori istituzionali.

A distanza di qualche anno, Georgeson, di concerto con il Centro di Ricerca per il Diritto d'Impresa della LUISS Guido Carli, riprende un'analisi relativa all'evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze corredata da una *Survey* condotta attraverso i principali investitori istituzionali europei a ridosso della *proxy season* 2009.

Un'apposita sezione del presente lavoro ospita il contributo della Prof.ssa Sabrina Bruno avente ad oggetto il Decreto Legislativo 27 gennaio 2010 n. 27 di attuazione della Direttiva 2007/36/CE.

Stefano Marini

*CEO,
Corporate Advisory
South Europe & Latin America
Georgeson*

PARTE I

EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI PROPRIETARI ED ATTIVISMO ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE: L'INDAGINE EMPIRICA

coordinamento

Fabio Bianconi – Sabrina Bruno

a cura di

Fabio Bianconi (Georgeson)

Andrea Perrelli (Ceradi LUISS Guido Carli)

Giacomo Folino (Georgeson)

Nunzio Attilio Toscano (Ceradi LUISS Guido Carli)

INTRODUZIONE

Il mercato azionario italiano è contraddistinto da una alta concentrazione della proprietà, dove predomina il controllo esercitato da famiglie, Stato o da solide coalizioni¹. L'assetto di *governance* che ne risulta è spesso caratterizzato dal coinvolgimento anche diretto degli azionisti strategici nella gestione dell'impresa. Il conflitto di interessi latente, che condiziona in parte lo sviluppo del nostro sistema finanziario, sta proprio nel rapporto tra proprietario controllante (strategico) e proprietario non controllante (minoranza). Le perplessità di molti investitori risiedono nel fatto che, coloro che esercitano il controllo, in virtù di una maggioranza quasi assoluta del capitale, non siano necessariamente incentivati a perseguire strategie nell'interesse di tutte le categorie di azionisti.

La sfida del moderno governo societario è quella di raggiungere una sorta di compromesso, prevedendo sia strutture che rendano agevole l'operato dei controllanti che dispositivi di tutela laddove tale facoltà sia utilizzata a spese degli azionisti di minoranza. In un più ampio livello, il management deve poter mantenere in equilibrio tutti gli interessi e le aspettative che convergono nell'impresa, a prescindere dall'importanza, in termini di capitale, degli azionisti².

Il rischio è che molti investitori istituzionali, perseguendo come obiettivo principale la massimizzazione del profitto, non abbiano un particolare interesse a partecipare al processo decisionale³. Quindi piuttosto che attivarsi nel tentativo di influenzare le scelte della società, tramite l'esercizio dei diritti di voto, possono manifestare la propria insoddisfazione cedendo le azioni in loro possesso secondo un comportamento dai più definito come *Wall Street Rule*⁴.

¹ Il sistema finanziario italiano può essere definito in termini di *insider financial system*, si veda: OECD, *Corporate Governance environments in OECD Countries*, February 1, Paris, 1995.

² A.L. FRIEDMAN, S. MILES, *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, 2006, pag. 95.

³ G. COLANGELO, *Corporate Governance e Assetti Proprietari dell'impresa: realtà e retorica di un nuovo mito*, Vita Notarile, 2002, pag. 456.

⁴ M.T. JACOBS, *Break the Wall Street Rule: Outperform the Market With Relationship Investing*, Addison Wesley Longman, 1994.

In questa ottica basilare vanno letti i numerosi interventi legislativi realizzati negli ultimi anni, volti ad incentivare l'attivismo degli investitori, segnatamente istituzionali.

Il presente studio si propone di indagare empiricamente l'evoluzione degli assetti proprietari nelle maggiori società quotate italiane nel periodo compreso tra il 2005 e il 2009, alla luce dell'aumento del livello di tutela degli azionisti di minoranza, considerandone gli effetti sul grado di attivismo, sia in termini quantitativi che qualitativi.

In particolare, nel primo capitolo viene considerata la struttura azionaria del mercato italiano, suddiviso per tipo di *industry* e per modelli di controllo ricorrenti. Nel secondo capitolo l'attenzione è focalizzata sull'evento assembleare, con particolare riferimento alla partecipazione delle varie categorie di azionisti. L'ultimo capitolo affronta il tema dell'attivismo in assemblea con un approfondimento relativo al sistema di elezione delle cariche sociali. In una sezione speciale viene invece presentata una *Survey* condotta da Georgeson attraverso i principali investitori istituzionali europei a ridosso della stagione assembleare 2009: strumento molto utile ad individuare l'approccio e le aspettative anche nei confronti delle emittenti italiane.

1. ASSETTI PROPRIETARI

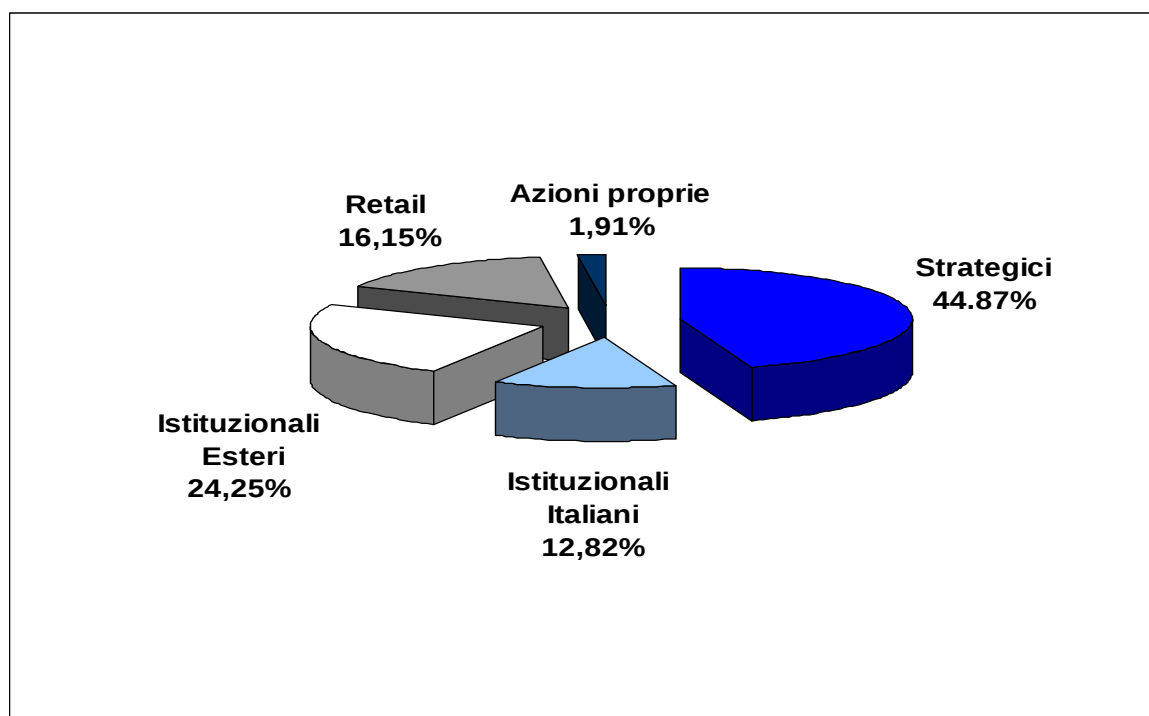
1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB

Il primo argomento preso in esame riguarda l'analisi della struttura proprietaria delle principali società quotate in Italia.

Grafico 1

Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



Fonte: Georgeson R&D

L'analisi prende in considerazione un campione composto da 35 società facenti parte dell'indice FTSE MIB⁵, il più importante *benchmark* di riferimento del mercato azionario italiano.

⁵ Il FTSE MIB ha sostituito lo S&P MIB dal 1 giugno 2009 a seguito della fusione di Borsa Italiana con il London Stock Exchange. Non avendo determinato una modifica sostanziale del paniere si è quindi deciso di considerare nella ricerca i componenti del nuovo indice. Il FTSE MIB misura la *performance* di 40 titoli italiani e ha l'intento di riprodurre le ponderazioni del settore allargato del mercato azionario italiano, cogliendo circa l'80%

Il grafico 1 mostra un'evidente concentrazione proprietaria (44,87% del capitale) nelle mani di pochi azionisti, c.d. strategici, prossimi alla maggioranza assoluta della compagine azionaria⁶. Seguono, in ordine di importanza, gli investitori istituzionali esteri con una quota pari al 24,25%, gli investitori "retail" con il 16,15%, gli investitori istituzionali italiani con il 12,82% ed, infine, le azioni possedute direttamente dalla società le quali raggiungono l'1,91% dell'intera capitalizzazione.

Tabella 1

FTSE MIB: struttura proprietaria

Confronto 2005 – 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)

Azionisti	Posizioni detenute (% su capitale sociale)					
	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Investitori strategici	49,03	44,87	73,40	74,10	27,36	0,00
Istituzionali italiani	12,46	12,82	36,20	34,00	3,65	3,50
Istituzionali esteri	19,47	24,25	48,93	65,90	5,00	4,34
Azionisti retail	17,84	16,15	39,44	37,50	0,95	4,00
Azioni proprie	1,20	1,91	10,69	11,50	0,00	0,00

Fonte: Georgeson R&D

della capitalizzazione interna. Dal presente campione sono state escluse le società cooperative, le banche popolari e quelle di diritto estero.

⁶ La rappresentazione della struttura proprietaria delle società oggetto di indagine scaturisce dalla scomposizione dell'azionariato sulla base delle posizioni detenute dalle differenti categorie di azionisti :

- gli azionisti strategici (il c.d. *Core*), che in modo diretto oppure indiretto, tramite l'adesione a patti di sindacato, esercitano il controllo della società;
- gli investitori istituzionali italiani ed esteri, come i fondi comuni di investimento ed i fondi pensione, le banche e le compagnie di assicurazione;
- gli azionisti *retail*, che corrispondono al grande pubblico dei piccoli investitori;
- ed infine le azioni detenute dalla società stessa, sotto forma di azioni proprie.

La tabella 1 mostra la quota di partecipazione media posseduta da ciascuna categoria di azionisti, nonché la percentuale massima e minima registrata sempre per ciascuna categoria di soci.

Dai dati si evince che il grado di concentrazione delle imprese quotate italiane è comunque leggermente diminuito nel corso del periodo considerato. Nel dettaglio, gli azionisti strategici hanno ridotto la loro quota detenuta nelle società italiane a maggiore capitalizzazione, passando dal 49,03% del 2005 al 44,87% del 2009⁷.

È da evidenziare, inoltre, il *trend* del valore massimo, in leggero aumento, attestandosi al 74,10% nel 2009 rispetto al 73,40% registrato nel corso del 2005. Dunque possedere una quota molto superiore al 50% in società quotate non sembra rappresentare una particolare attrattiva per il *Core*. Diversamente, il valore minimo per la stessa categoria di azionisti, si è ridotto notevolmente nel periodo di riferimento passando dal 27,36% nel 2005 al valore nullo nel 2009. Tale variazione tiene in considerazione l'ingresso nell'indice di una società ad azionariato diffuso, unico esempio italiano di *public company*⁸. In effetti, il dato, depurato di questa eccezione, raggiunge nuovamente il 27%. Questa percentuale delimita il valore al di sotto del quale l'azionista strategico non intende scendere. Come vedremo nei prossimi capitoli, infatti, la bassa propensione all'esercizio del voto in assemblea, rende questa soglia utile a garantire il controllo dell'impresa.

Gli investitori istituzionali italiani hanno manifestato un movimento costante negli ultimi quattro anni: la loro presenza nel capitale azionario è aumentata lievemente, passando dal 12,46% nel 2005 al 12,82% nel 2009. Discorso opposto vale per gli azionisti *retail* la cui quota media di partecipazione si è ridotta dal 17,84% del 2005 al 16,15% dello scorso anno. Gli investitori istituzionali stranieri mostrano una tendenza opposta rispetto al *Core*: la loro presenza nel capitale azionario è incrementata negli ultimi quattro anni, attestandosi ad una soglia del 24,25% nel 2009 rispetto al 19,47% del 2005. Infine, come si diceva, si segnala un leggero incremento nel numero di azioni detenute direttamente dalle imprese, sotto forma di azioni proprie, che passano dallo 1,20% del 2005 all'1,91% nel corso del 2009.

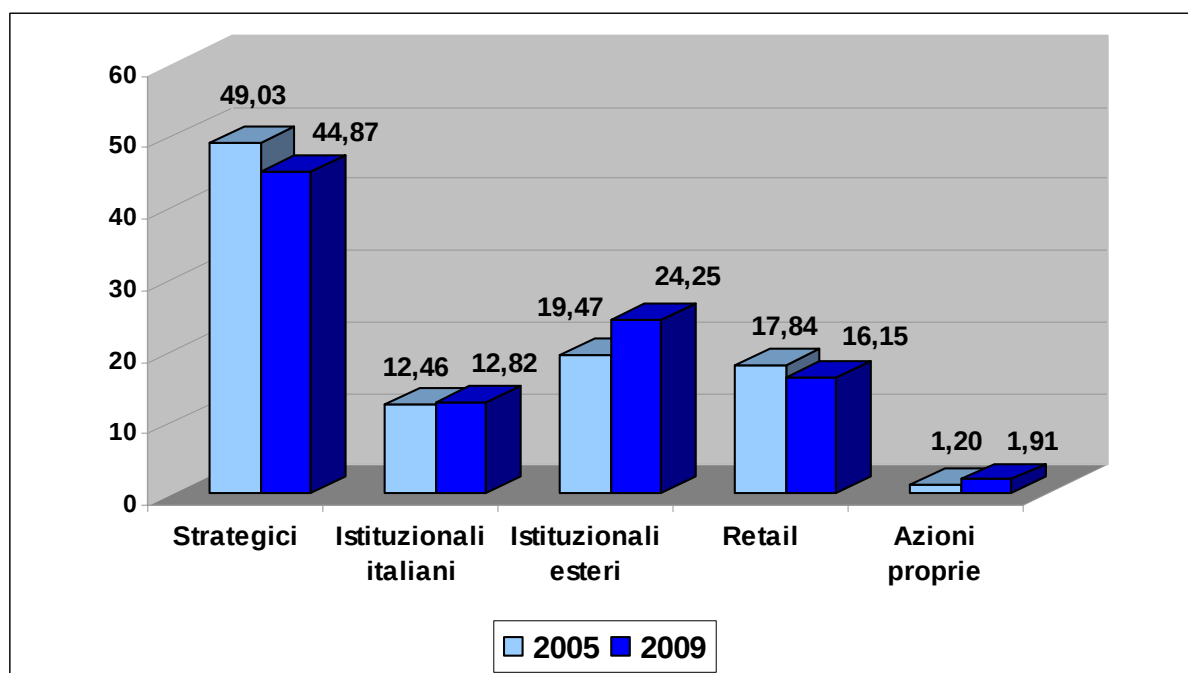
⁷ Nel 2005 il numero di società quotate inserite nella nostra indagine era di 29, nella ricerca del 2009 questo numero è salito a 35 società.

⁸ La società cui si fa riferimento è Parmalat S.p.A.

Grafico 2

Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



Fonte: Georgeson R&D

I lievi movimenti nella compagine azionaria negli ultimi 5 anni dimostrano come siano necessari ben più lunghi archi temporali per registrare significativi *trend* di cambiamento, anche a seguito di importanti modifiche legislative.

Le oscillazioni nella quota di pertinenza dell'azionista strategico generano delle ripercussioni sulla partecipazione al capitale da parte degli azionisti di minoranza.

Il grado di sensibilità delle differenti classi di azionisti al variare della quota detenuta da quelli strategici può essere indagata attraverso il confronto tra le cinque società maggiormente controllate e quelle meno controllate così come presentato nella tabella 2.

Tabella 2

FTSE MIB: ultime e prime cinque società per peso degli azionisti strategici nella struttura proprietaria

Anno 2009 (valore medio percentuale su capitale sociale)

Società	Posizioni detenute (% sul capitale sociale)				
	Investitori strategici	Istituzionali italiani	Istituzionali esteri	Azionisti retail	Azioni proprie
5 società meno controllate	19,08	13,00	43,32	23,88	0,72
5 società più controllate	68,28	9,80	11,64	9,28	1,00
Media Emittenti FTSE MIB	44,87	12,82	24,25	16,15	1,91

Fonte: Georgeson R&D

Il primo fattore che emerge è l'elevato livello di controllo delle società italiane che, anche nel limite inferiore, si attesta su un valore pari al 19,08%.

Risulta inoltre evidente la maggiore propensione degli investitori istituzionali esteri e di quelli *retail* ad investire in società con una minore concentrazione azionaria. Nello specifico, gli investitori stranieri tendono ad aumentare esponenzialmente (di quasi quattro volte) le posizioni detenute nelle cinque società meno controllate rispetto a quelle con un più elevato livello di *Core*, registrando una variazione assoluta pari a 31,68 punti percentuali.

Analogamente gli investitori individuali manifestano la stessa tendenza nel preferire l'investimento in aziende meno dominate dagli strategici. La variazione in questo caso è pari a 14,60 punti percentuali, inferiore comunque a quella osservata per gli azionisti esteri.

Nella categoria degli istituzionali domestici, non sembra emergere una corrispondenza con la variazione delle quote detenute dagli investitori *Core*. La variazione assoluta tra le cinque imprese maggiormente controllate e quelle in cui la proprietà risulta più dispersa è infatti di soli 3,2 punti percentuali.

I risultati presentati dimostrano come gli investitori istituzionali esteri si rivelino, tra le categorie di azionisti, quelli più sensibili al grado di concentrazione degli assetti proprietari.

Tabella 3

FTSE MIB: ultime e prime cinque società per peso degli azionisti strategici nella struttura proprietaria. Posizioni degli ex-strategici sul *free-float*.

Anno 2009 (valore medio percentuale sul flottante)

Società	Posizioni detenute (% sul <i>free float</i>)		
	Istituzionali italiani	Istituzionali esteri	Azionisti retail
5 società meno controllate	16,06	53,53	29,51
5 società più controllate	30,89	36,69	29,25

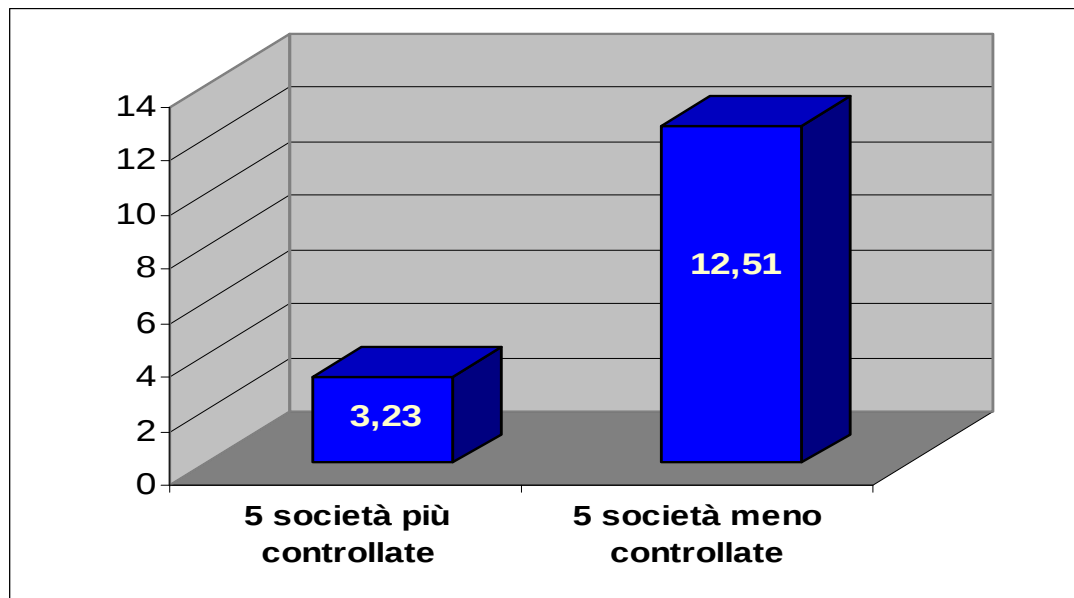
Fonte: Georgeson R&D

Tuttavia, se rapportiamo i possessori azionari al capitale depurato dalla componente strategica, al fine di eliminare gli effetti delle variazioni di tali investitori, si nota come addirittura il comportamento degli istituzionali domestici ed esteri sia diametralmente opposto. Infatti, mentre gli esteri concentrano gli investimenti sulle società meno controllate, rappresentandone oltre la metà del flottante (53% circa), gli istituzionali domestici raddoppiano il proprio peso sul *free float* delle società più controllate (dal 16% al 31% circa).

Grafico 3

FTSE MIB: Capitalizzazione media nelle ultime e prime cinque società per peso degli azionisti strategici nella struttura proprietaria

Anno 2009 (in miliardi di Euro)



Fonte: Georgeson R&D

Dal confronto tra i due campioni di società, rappresentanti differenti scenari di struttura azionaria, possiamo ricavare un ulteriore elemento di analisi attraverso la considerazione del loro livello di capitalizzazione.

Nelle cinque aziende dove è più presente la componente *Core*, la capitalizzazione media è di circa 3,23 miliardi di euro rispetto ai 12,51 miliardi delle cinque imprese meno controllate.

I dati confermano come le imprese contraddistinte da una forte concentrazione azionaria siano anche quelle di minori dimensioni e generalmente dominate da un unico azionista. Non è un caso che, una presenza diluita nelle posizioni in capo al *Core*, contraddistingua alcune tra le principali realtà industriali e finanziarie italiane a più alta vocazione internazionale.

1.2. Analisi per settori

Dopo aver considerato l'evoluzione della struttura proprietaria nel suo complesso, passiamo ora alla sua scomposizione settoriale (si veda la seguente tabella 4)⁹.

Tabella 4

FTSE MIB: struttura proprietaria per settore

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)

SETTORE	Posizioni detenute (% sul capitale sociale)				
	Investitori strategici	Istituzionali italiani	Istituzionali esteri	Azionisti retail	Azioni proprie
Bancario	42,08	13,00	26,97	17,45	0,50
Assicurativo	46,45	16,03	16,88	17,78	2,86
Media e Telecomunicazioni	37,43	8,23	32,27	18,13	3,94
Utilities	42,18	12,43	28,17	14,57	2,65
Beni e Servizi Industriali	38,90	12,60	31,68	14,94	1,88
Automobili e componentistica	41,30	9,55	24,25	23,15	1,75
Edilizia	49,80	20,33	12,33	16,84	0,70
Altri	53,07	11,30	20,48	13,87	1,28
MEDIA FTSE MIB	44,87	12,82	24,25	16,15	1,91

Fonte: Georgeson R&D

⁹ La ricerca essendo rivolta alla stagione assembleare 2009 non include le ultime modifiche nella composizione del paniere del FTSE MIB, che hanno recentemente visto l'uscita di Mondadori, qui compresa, e l'entrata di Azimut.

I settori che presentano il minor grado di concentrazione azionaria sono rispettivamente il comparto di media e telecomunicazioni con il 37,43% delle posizioni detenute dagli investitori strategici e quello relativo a beni e servizi industriali con il 38,90%. A questi seguono il settore di automobili e componentistica (41,30%), il settore bancario e quello delle *utilities* che si attestano entrambi intorno al 42%. Il livello di controllo da parte del *Core* incrementa nel comparto assicurativo (46,45%) sino alla maggioranza quasi assoluta nell'edilizia (49,80%). Nella categoria residuale denominata "altri"¹⁰, la quota di pertinenza degli azionisti di riferimento raggiunge in media il 53,07%.

Alla luce di tali dati, è di notevole interesse esaminare la sensibilità degli investitori di minoranza al livello di concentrazione della proprietà nelle mani degli azionisti strategici, con riferimento ai diversi settori. Per quanto riguarda gli investitori istituzionali italiani, questi non sembrano essere particolarmente sensibili al livello di concentrazione. Non è possibile, infatti, individuare una correlazione tra l'entità dei loro investimenti nei diversi settori e il livello di concentrazione presente negli stessi comparti.

Osservando la tabella si può notare che l'edilizia è il settore in cui si registra la più alta presenza di investitori istituzionali domestici (in media il 20,33% del capitale sociale) e, al tempo stesso, raggiunge quasi il 50% di quote per gli azionisti strategici.

Il settore di media e telecomunicazioni presenta la minor percentuale di istituzionali domestici, attestata al 8,23% del capitale sociale, sebbene dimostri il più basso livello di concentrazione azionaria.

La presenza di investitori istituzionali italiani nel settore di automobili e componentistica è pari al 9,55%; mentre nella categoria "altri" si attesta al 11,30%. Nei restanti comparti varia tra i dodici punti percentuali di *utilities* e beni e servizi industriali e i sedici delle assicurazioni, senza presentare correlazione con il livello di concentrazione.

I valori confermano come l'unica tipologia di investitori di minoranza realmente sensibile alla conformazione degli assetti proprietari siano gli investitori istituzionali esteri. Questi, infatti, tendono generalmente ad investire nei settori in cui le posizioni degli azionisti strategici sono meno concentrate.

¹⁰ Nella categoria "Altri" sono stati inclusi i settori denominati "Viaggi e Tempo Libero", "Prodotti per la Casa", "Alimentari" e "Servizi Finanziari".

È infatti possibile notare che i settori dove la quota di pertinenza dell'azionista strategico è minore sono anche quelli in cui si registra la maggior presenza di investitori istituzionali stranieri. Le posizioni di questi ultimi si attestano in media al 32,27% del capitale sociale per media e telecomunicazioni (settore meno concentrato), al 31,68% per i beni e servizi industriali, al 28,17% per le *utilities*, al 26,97% per le banche e al 24,25% per il settore automobilistico. Di converso, per le restanti categorie, quelle a più alta concentrazione, si evidenziano valori decisamente inferiori alla media del FTSE MIB.

La presenza degli investitori *retail* nei diversi settori varia all'interno di un *range* di dimensioni relativamente limitate, tra i quattordici e i diciotto punti percentuali, con l'unica eccezione rappresentata dal settore automobilistico che raggiunge il 23,15%. È possibile evidenziare come i privati investano maggiormente nei settori di automobili e componentistica, media e telecomunicazione, assicurativo e bancario, detenendo rispettivamente il 23,15%, il 18,13%, il 17,78% e il 17,45% del capitale sociale. Tuttavia si ravvisa una mancanza di correlazione con il livello di concentrazione: il comparto assicurativo pur essendo tra i più concentrati presenta una percentuale relativamente alta di investitori individuali; inoltre, settori a concentrazione inferiore alla media dell'indice, quali *utilities*, beni e servizi industriali, presentano valori medi percentuali leggermente inferiori alla media del FTSE MIB.

Le azioni proprie sono caratterizzate da una netta differenziazione tra i valori osservati per i settori di media e telecomunicazioni (3,94%), assicurazioni (2,86%), *utilities* (2,65%), rispetto agli altri presi in considerazione. La percentuale di azioni proprie sul capitale sociale è infatti pari all'1,88% nei beni e servizi industriali, 1,75% per automobili e componentistica, 1,28% per il settore "altri" e inferiore ad un punto percentuale nelle categorie di banche ed edilizia.

1.3 Azionista di controllo

Come evidenziato nel paragrafo iniziale, l'assetto proprietario delle maggiori società italiane è fortemente concentrato nelle mani di pochi soggetti.

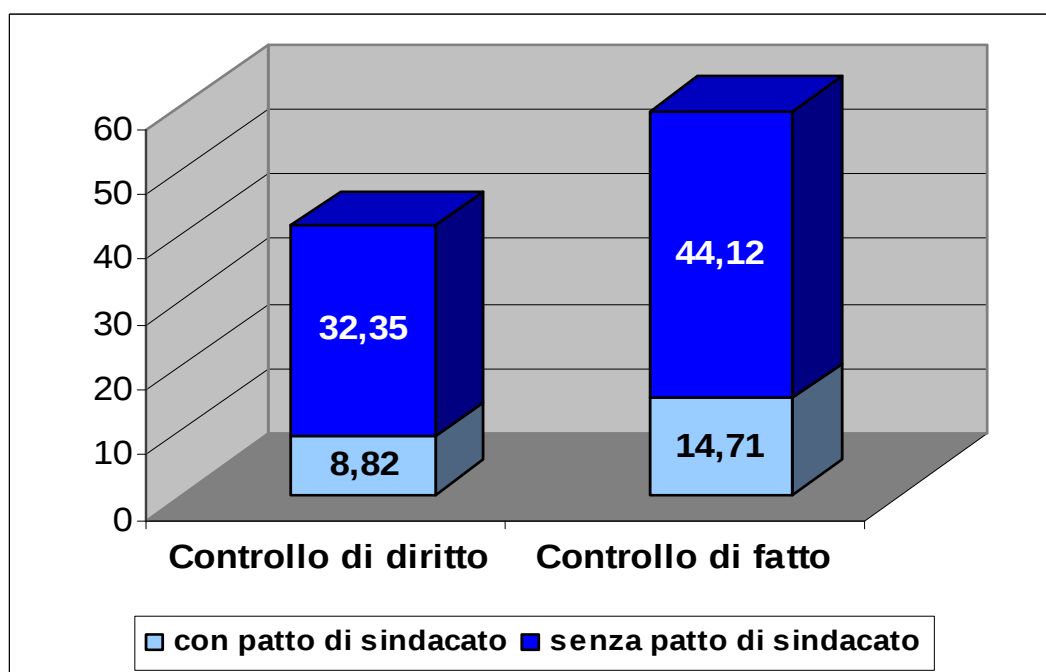
1.3.1 Identificazione dell'azionista di controllo e modelli di controllo

Circa un terzo delle aziende del campione è controllata da un azionista che detiene oltre il 50% delle azioni con diritto di voto. Tuttavia una non trascurabile percentuale (8%) costituisce maggioranze assolute, stabili o provvisorie, attraverso accordi tra gli azionisti quali i patti parasociali ed i patti di sindacato.

Grafico 4

FTSE MIB: Identificazione del modello di controllo

Anno 2009 (valori percentuali sul totale)

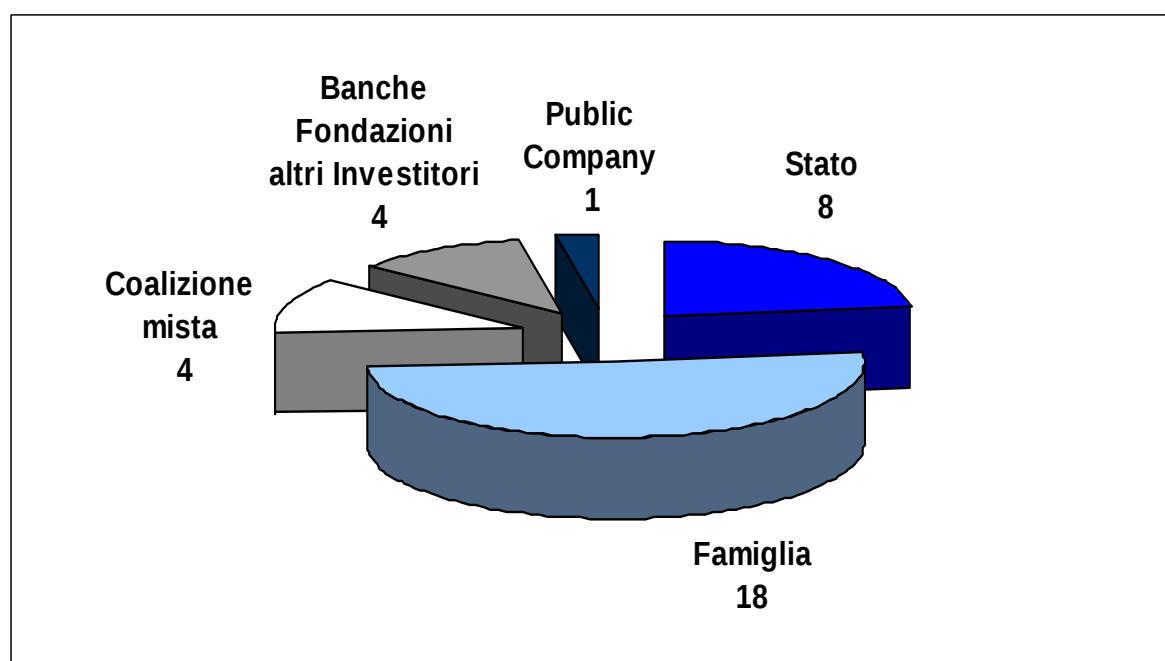


Fonte: Georgeson R&D

Come deduciamo dal precedente grafico 4 la forma di controllo più estesa in Italia è quella “di fatto”, caratterizzata da un azionista (o da più attraverso i sopramenzionati sindacati di voto) che pur detenendo percentuali di capitale inferiori al 50%, esercita una posizione dominante sul governo societario in virtù della bassa partecipazione delle minoranze all’evento assembleare (si veda il capitolo 2). Naturalmente il dato non tiene in considerazione quelle situazioni contraddistinte da un azionariato diffuso tra il pubblico¹¹.

Grafico 5

FTSE MIB: Tipologia di azionista di controllo, numero di società per categoria
Anno 2009



Fonte: Georgeson R&D

Lo studio ha rilevato che, nonostante i diversi assetti proprietari, le società presentano modalità di controllo ricorrenti (si veda grafico 5).

¹¹ Parmalat S.p.A..

Il controllo familiare riguarda 18 società, quindi oltre la metà del campione. Sono stati inclusi tutti quei casi in cui il governo societario è nelle mani di un singolo individuo (spesso imprenditore-fondatore) piuttosto che da più membri della stessa famiglia, anche attraverso la stipula di patti di sindacato di blocco o voto. Non di rado gli stessi consigli di amministrazione vedono la presenza di rappresentanti delle famiglie anche tra le cariche esecutive, realizzando così una parziale sovrapposizione fra proprietà e direzione¹². Questa forma di controllo rappresenta, in termini di capitalizzazione, l'8,72% del FTSE MIB.

La proprietà statale caratterizza 8 società del campione. Appartengono a tale categoria tutte le imprese controllate direttamente o indirettamente dallo Stato o dagli enti locali¹³. In questi casi, la gestione del governo societario rimane saldamente nelle mani di soggetti pubblici, e le stesse logiche di gestione risentono pesantemente di tale situazione¹⁴. In termini di capitalizzazione, le suddette partecipazioni valgono circa il 14,86% del totale.

In 4 casi, la proprietà del capitale è, in maggioranza, ripartita fra più istituti di credito, investitori istituzionali e fondazioni di origine bancaria. Nonostante tale modello riguardi essenzialmente grandi gruppi bancari segnaliamo la presenza di una impresa manifatturiera italiana, controllata da fondi internazionali¹⁵.

Con il termine coalizione mista si identificano le 4 società in cui il controllo è esercitato da un insieme di soggetti eterogenei tra loro (istituti bancari, investitori istituzionali, imprenditori, etc) nessuno dei quali è in grado di realizzarlo singolarmente.

L'ultimo modello riscontrato - diversamente da quanto osservato precedentemente - presenta una forte dissociazione fra proprietà e controllo¹⁶. La *public company*, tipica dei paesi anglosassoni e contraddistinta da una proprietà frazionata fra un numero elevato di azionisti, vede attualmente in Parmalat l'unico esempio italiano.

¹² A. ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, 2007, pag. 226.

¹³ Si considera anche il controllo esercitato attraverso *golden shares* che attribuiscono attualmente allo Stato poteri di veto o di ultima istanza.

¹⁴ A. ZATTONI, op.cit., pag. 227.

¹⁵ La compagnia in questione è Prysmian, che nell'aprile 2009, era controllata al 31% dai fondi internazionali di Goldman Sachs.

¹⁶ M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Il Mulino, 2004, pag. 237.

2. LA PARTECIPAZIONE ALL'ASSEMBLEA ORDINARIA NELLE SOCIETÀ DEL FTSE MIB

Nella vita societaria il potere di *voice* degli azionisti si concentra nel momento della formazione della volontà assembleare e del voto¹⁷. Per questo, la seconda parte dello studio prende in esame i dati relativi alla stagione assembleare 2005 e 2009.

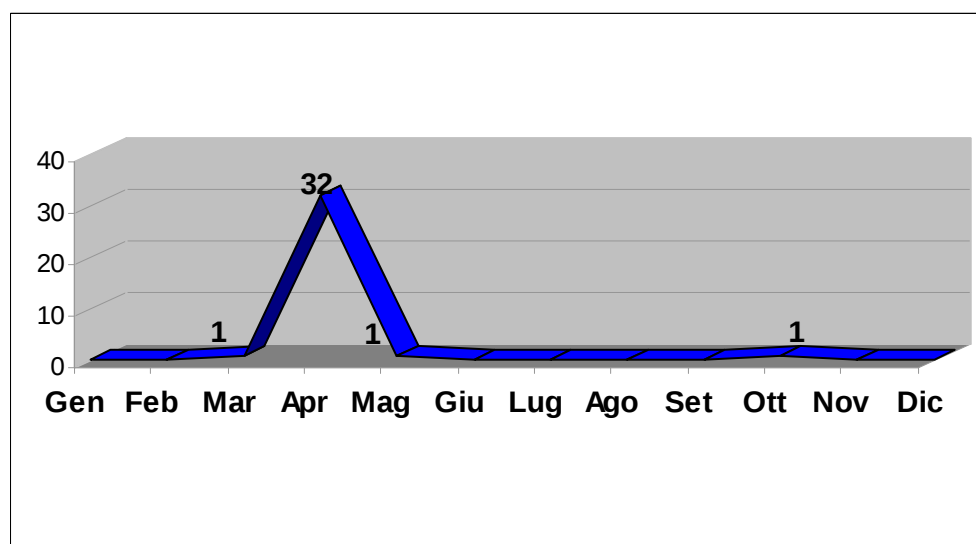
2.1 La stagione assembleare

2.1.1 La datazione dell'evento assembleare

Come prima variabile oggetto di analisi consideriamo la collocazione temporale della cosiddetta *proxy season* (si veda grafico 6).

Grafico 6

FTSE MIB: numero di eventi assembleari per mese
Anno 2009



Fonte: Georgeson R&D

¹⁷ P. CIOCCA – I. MUSU, *Governo e finanza d'impresa*, Bollati Boringhieri, 2006, pag. 240.

I dati raccolti evidenziano un sovraccarico di assemblee intorno ad un ristretto arco temporale, che generalmente si identifica tra la metà e la fine di aprile. Nella stagione assembleare del 2009 l'80% delle riunioni è stato infatti convocato tra il 14 e il 30 aprile. Una realtà che purtroppo limita la partecipazione degli investitori esteri agli eventi assembleari dal momento che la stessa concentrazione è riscontrabile anche in numerosi altri mercati europei.

2.1.2 La rappresentanza in assemblea

Da un'analisi dei verbali d'assemblea ordinaria del 2009 è emerso come, in media, il numero totale di azionisti rappresentati in assemblea sia stato di 482; mentre per circa l'80% del capitale presente il voto è stato esercitato attraverso il conferimento di deleghe. Va sottolineato come tale modalità riguardi la quasi totalità dei diritti di voto di pertinenza degli investitori esteri.

Per quanto concerne i rappresentanti in proprio, questi sono stati in media 42 per *meeting* considerato. La partecipazione degli investitori individuali si è concentrata soprattutto negli eventi assembleari di società del comparto bancario e assicurativo. In circa un terzo dei casi esaminati il loro numero era comunque inferiore alle 10 unità, a conferma dello scarso *appeal* che l'assemblea annuale degli azionisti riveste tra i soci *retail*.

2.1.3 Il quorum costitutivo

La seconda variabile oggetto della presente indagine è il quorum costitutivo dell'assemblea ordinaria dei soci. Esso rappresenta il primo indicatore relativo all'esercizio dei diritti assembleari (si veda la seguente tabella 6).

Rapportato con i risultati del 2005, il dato non mostra variazioni degne di nota: il valore medio registrato nel 2009 risulta pari al 54,10%, con una limitata diminuzione rispetto al 2005 pari allo 1,75%.

Tabella 6

FTSE MIB: quorum costitutivi assemblea ordinaria dei soci

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)

QUORUM	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Quorum costitutivo raggiunto	55,85	54,10	86,19	79,60	34,60	21,43
Quorum ex azionisti strategici	8,08	10,86	47,55	21,43	0,83	2,96
Intensità di partecipazione del <i>free float</i>	16,15	21,11	60,07	51,04	2,63	4,96

Fonte: Georgeson R&D

Il livello del quorum costitutivo al netto della presenza degli azionisti strategici, ovvero il c.d. *free float*, rimane ancora molto basso: esso è pari, in media, ad un quinto del totale. Inoltre, i dati indicano un aumento della partecipazione assembleare degli azionisti ex strategici¹⁸ di 2 punti percentuali rispetto al 2005. Nel 2009, infatti, gli stessi raggiungono il 10,86% del capitale rappresentato in assemblea.

Il *trend* positivo si manifesta nel costante incremento dell'intensità di partecipazione¹⁹ delle minoranze rispetto alle azioni detenute, che muove dal 16,15% del 2005 al 21,11% del 2009. Questa variabile verrà approfondita nei prossimi paragrafi.

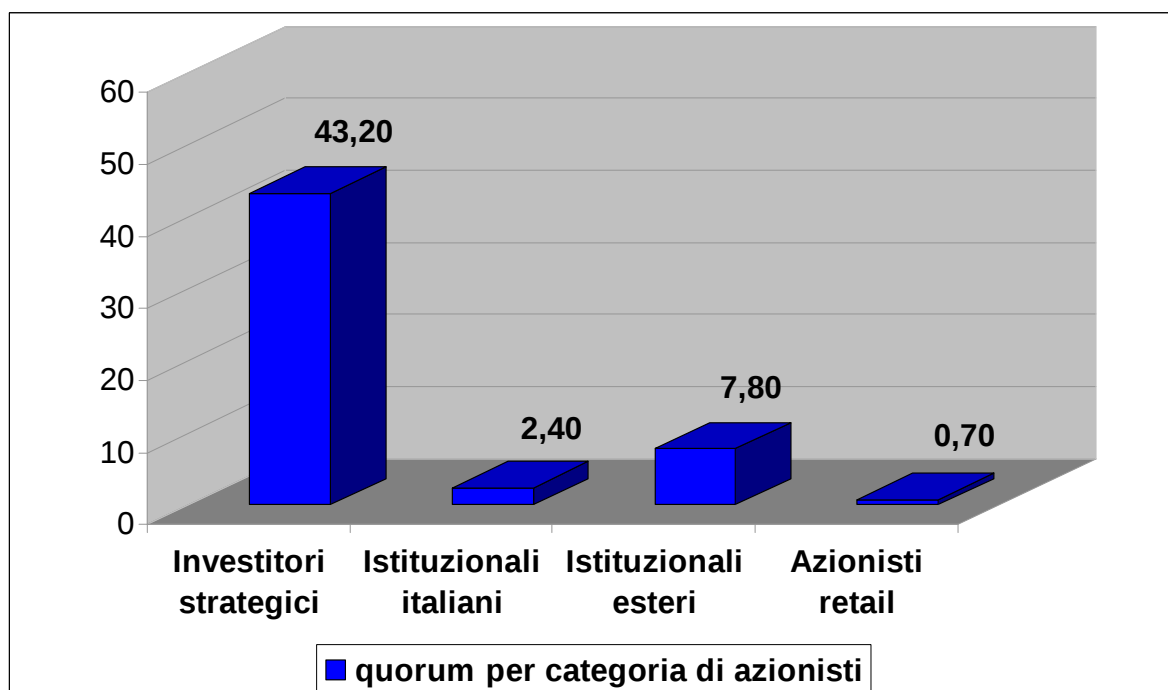
¹⁸ Per “quorum ex strategici” si intende la quota di capitale sociale portata in assemblea cumulativamente da parte degli azionisti di minoranza, ovvero quelle categorie di azionisti diverse rispetto agli azionisti di controllo. Si tratta pertanto di una porzione già contenuta all'interno del quorum costitutivo complessivo evidenziato nella tabella 6 e da esso scorporato per consentirne l'evidenza statistica.

¹⁹ “L'intensità di partecipazione” assume valori compresi tra 0% ed 100%, in cui raggiunge il valore massimo, quando tutte le azioni possedute da una categoria di azionisti sono portate in assemblea. Il valore minimo dello 0% si ha quando una categoria di azionisti non partecipa neanche con un'azione all'evento assembleare. Chiaramente valori prossimi al 100% indicano un'elevata tendenza a portare le proprie posizioni in assemblea e viceversa nel caso opposto.

Grafico 7

FTSE MIB: scomposizione del quorum per categoria di azionisti

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



Fonte: Georgeson R&D

I dati inerenti il quorum, se scomposti in base alle diverse categorie di azionisti, riflettono ancora una volta l'elevato grado di concentrazione dell'assetto proprietario delle imprese italiane. Gli azionisti strategici, in media, vedono rappresentato il 43,20% del capitale azionario, mentre gli investitori istituzionali, congiuntamente, portano in assemblea circa il 10%, di cui oltre il 75% rappresentato dagli investitori esteri, che triplicano di fatto la partecipazione dei fondi domestici. Impercettibile invece la presenza del segmento *retail*, inferiore al punto percentuale.

2.1.4 L'incidenza sul capitale presente in assemblea per azionista

Gli azionisti strategici continuano a detenere in assemblea una maggioranza assoluta del cosiddetto *voting power*²⁰ (77,5% nel 2009) nonostante si registri un calo di circa sette punti percentuali rispetto al 2005.

Tabella 7

FTSE MIB: incidenza sul capitale presente in assemblea per categoria di azionista

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale sul capitale presente)

Categoria di azionisti	Incidenza percentuale					
	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Investitori strategici	85,13	77,50	98,88	95,40	49,57	0,00
Istituzionali italiani	7,14	5,10	42,87	23,10	0,00	0,00
Istituzionali esteri	6,40	16,10	17,64	85,40	0,24	2,43
Azionisti retail	1,33	1,30	23,25	10,90	0,00	0,00

Fonte: Georgeson R&D

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali domestici è necessario evidenziare una diminuzione della loro incidenza sul capitale presente. Dal 7,14% del 2005 si passa al 5,10% del 2009, con una variazione assoluta negativa di 2 punti percentuali. Più incisiva la contrazione nel valore massimo, praticamente dimezzato nel 2009 (23,10%). La bassa affluenza al voto potrebbe essere tra l'altro influenzata dall'elevata concentrazione del mercato del risparmio gestito, circoscritta ad un numero esiguo di società, molto spesso originate da gruppi bancari e assicurativi. Una situazione che evidenzia un ridotto livello di indipendenza dal gruppo di appartenenza in

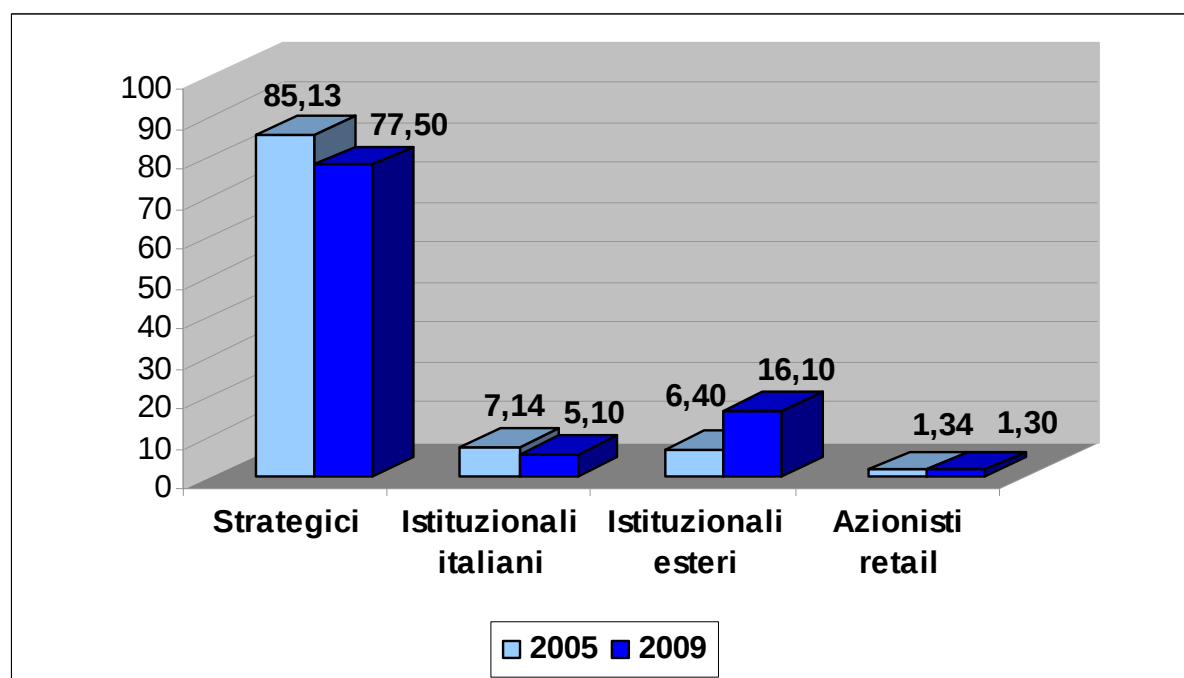
²⁰ Il *voting power* rappresenta, in termini percentuali, il peso di ciascun azionista durante l'evento assembleare.

grado di ripercuotersi anche sulle stesse politiche di partecipazione agli eventi assembleari²¹. Ovviamente il peso percentuale degli azionisti strategici sul capitale portato in assemblea nel suo valore minimo risulta pari a zero. Infatti, l'ultimo campione di riferimento tiene conto di Parmalat, unica *public company* italiana²². Si evidenzia come, in assenza dei dati relativi alla suddetta compagnia, il valore in questione raggiungerebbe il 48,39% peraltro in linea con il 49,57% del 2005.

Grafico 8

FTSE MIB: incidenza sul capitale presente in assemblea per categoria di azionisti

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale)



Fonte: Georgeson R&D

Il precedente grafico 8 mette in risalto l'equilibrio di forze nelle assemblee svolte nelle stagioni assembleari 2005 e 2009.

Come abbiamo visto, le flessioni degli investitori italiani, compreso il *retail*, sono state compensate da un sensibile aumento in termini di

²¹ F.M. DE ROSSI - D. GARIBOLDI - G. LEGGIERI - A. RUSSO, *Il marketing dei fondi comuni italiani*, Consob, Quaderni di Finanza, 2008, n. 61 (Gennaio), pag.24.

²² Parmalat S.p.A., unica società a capitale diffuso, veniva infatti quotata soltanto il 6 Ottobre 2005, e quindi non risulta inclusa nel campione dell'anno di riferimento 2005.

importanza da parte degli investitori istituzionali esteri. Nello specifico l'incidenza media è incrementata dal 6,40% del 2005 al 16,10% dello scorso anno. Indubbio il contributo di Parmalat che spinge il valore massimo del 2009 a 85,40% (17,64% nel 2005)²³. Per quanto riguarda il valore minimo, a differenza delle altre due categorie rientranti nel *free float*, migliora il *trend* negli ultimi cinque anni, confermando la crescente sensibilità all'evento assembleare.

Da ultimo, il trend del segmento *retail* che, sostanzialmente stabile nel tempo, comprova la scarsa attitudine degli investitori individuali nel partecipare all'assemblea ordinaria dei soci.

²³ L'assetto proprietario di Parmalat vede infatti una predominante componente istituzionale estera, superiore al 60% del capitale sociale.

2.1.5 L'intensità di partecipazione

L'analisi successiva considera la variabile c.d. di “*intensità di partecipazione*”, ovvero il rapporto tra le posizioni rappresentate in assemblea e le posizioni detenute da parte di ogni singola categoria di azionisti. La distribuzione di tale indicatore nel suo valore medio, massimo e minimo, con riferimento al 2005 e al 2009, è riportata nella seguente tabella 8.

Tabella 8

FTSE MIB: intensità di partecipazione per categoria di azionisti

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale)

Categoria di azionisti	Intensità di partecipazione					
	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Investitori strategici	97,19	94,30	100,00	100,00	68,15	0,00
Istituzionali italiani	31,65	21,00	99,52	63,30	0,00	0,00
Istituzionali esteri	16,03	37,10	45,48	94,90	2,96	5,97
Azionisti retail	2,74	3,40	28,02	29,20	0,00	0,00

Fonte: Georgeson R&D

Rispetto al 2005 nulla si può aggiungere riguardo agli azionisti strategici, i quali, a rigor di logica, portano in assemblea l'intero ammontare di capitale detenuto (mediamente più del 97%), salvo rare eccezioni. Eccezioni confermate dal valore minimo dell'intensità di partecipazione, che per gli strategici raggiunge l'estremo caso dello 0% per l'unica vera

public company italiana²⁴. Peraltro va sottolineato che non considerando Parmalat nella computazione del valore minimo, questo risulta essere pari al 79% in incremento rispetto all'anno di riferimento 2005.

Il dato medio relativo agli investitori istituzionali domestici risulta invece diminuito²⁵, con una variazione negativa di dieci punti percentuali. Ma è sul valore massimo che occorre soffermarsi brevemente. Nel 2009 tale indicatore è sceso al 63,30%, confermando la scarsa propensione al voto di tale categoria.

L'intensità media di partecipazione degli azionisti *retail* muove dal 2,47% del 2005 al 3,40% del 2009; segno questo, in una prima fase di osservazione, di un incremento, seppur impercettibile, nella sensibilità degli azionisti privati verso l'evento assembleare.

Tuttavia l'analisi dei valori minimi, pari a zero per istituzionali domestici e *retail*, suggerisce che almeno in un caso, queste categorie hanno disertato l'evento assembleare²⁶. Diversa la tendenza per gli investitori esteri che, con una percentuale minima del 5,97%, confermano la loro presenza in tutte le assemblee del campione preso in esame. Un aspetto importante, questo, che va comunque associato agli obblighi imposti ad alcuni fondi internazionali, segnatamente americani, di rendere pubbliche le politiche di voto relativamente alle società in cui investono²⁷.

Una visualizzazione dell'intensità media di partecipazione registrata per le diverse categorie di azionisti nel 2005 e nel 2009 viene rappresentata nel seguente Grafico 9.

²⁴ Il riferimento è a Parmalat S.p.A..

²⁵ Si veda l'Allegato nel presente lavoro "*Will the market meltdown and financial crisis create greater levels of activism and heightened scrutiny for the next AGM season?*". Dalla Survey, condotta attraverso 150 investitori istituzionali europei a stretto ridosso della stagione assembleare 2009, emerge l'intenzione del 33% degli istituzionali italiani intervistati a diminuire la partecipazione al voto.

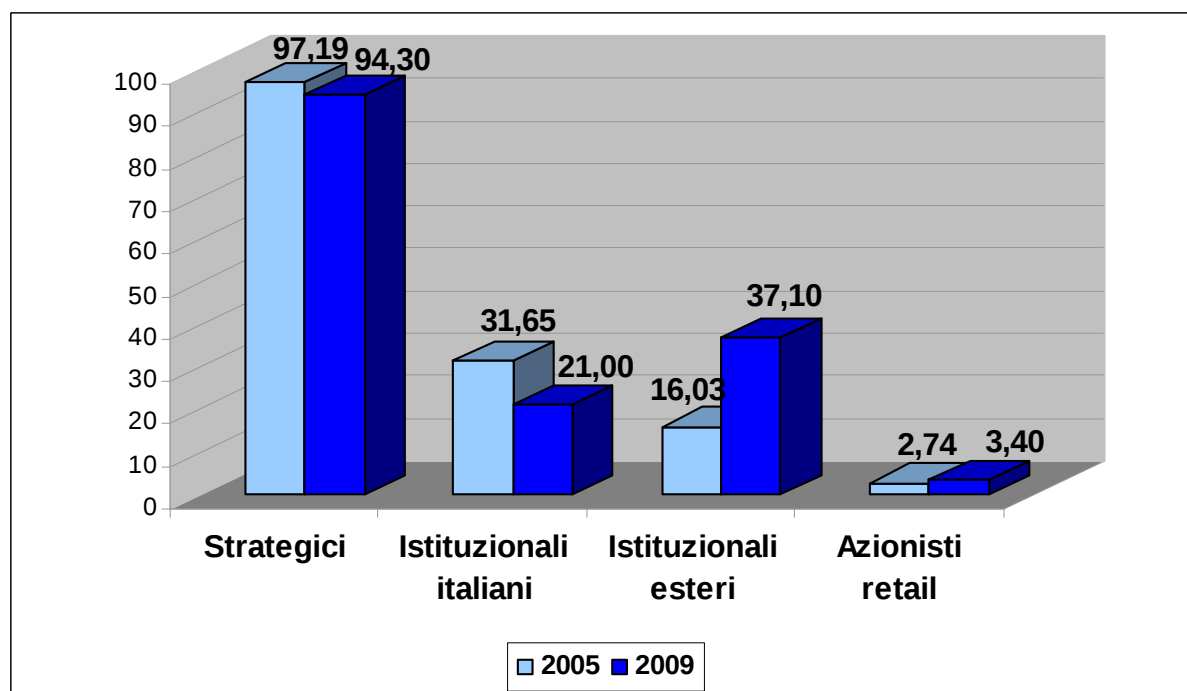
²⁶ Gli investitori istituzionali italiani e quelli individuali hanno disertato 7 assemblee ciascuno.

²⁷ La SEC ha adottato la seguente regolamentazione nel 2003: *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, SEC Release No. IC-25922 (Jan. 31, 2003).

Grafico 9

FTSE MIB: intensità di partecipazione per categoria di azionisti

Confronto 2005-2009 (valore medio percentuale)



Fonte: Georgeson R&D

Vale la pena ribadire come la variazione più significativa riguardi la categoria degli istituzionali esteri, che vede praticamente raddoppiare la propria disposizione al voto. In media per ogni 100 azioni detenute dagli investitori stranieri, ben 37 vengono portate e votate in assemblea. I cambiamenti negli assetti proprietari - che, come abbiamo visto, a fronte di un rallentamento degli strategici hanno visto crescere l'importanza degli istituzionali stranieri - non sembrano spiegare completamente il dato relativo all'intensità di partecipazione. Tale constatazione sembra in parte confermare le intenzioni degli investitori europei raccolte da Georgeson a ridosso della stagione assembleare 2009. A dispetto della crisi, non sembravano infatti prospettare un ridimensionamento nel loro livello di *attendance* presso gli eventi assembleari.

Nel prossimo paragrafo cercheremo, invece di approfondire l'analisi scomponendo il campione di società secondo i settori dell'*industry* di appartenenza.

2.2. Analisi per settori

Tabella 9

FTSE MIB: quorum costitutivi assemblea ordinaria dei soci per settore

Anno 2009 (valore medio percentuale)

SETTORE	Quorum raggiunti	
	Quorum costitutivo	Quorum ex strategici
Bancario	53,20	15,30
Assicurativo	54,00	9,80
Media e Telecomunicazioni	52,20	13,30
Utilities	47,20	11,50
Beni e Servizi Industriali	50,10	9,40
Automobili e componentistica	48,10	6,20
Edilizia	54,30	5,30
Altri	64,80	12,20
MEDIA FTSE MIB	54,10	10,86

Fonte: Georgeson R&D

Il settore che raggiunge il valore di quorum costitutivo più elevato è quello residuale denominato “altri”, il quale registra il 64,80% del capitale sociale. I settori che registrano la percentuale minore sono le *utilities*, al 47,20%, ed il settore automobilistico, al 48,10%. Gli altri comparti non si discostano in maniera rilevante dal valore medio dell’indice FTSE MIB attestato al 54,10%.

Di maggiore interesse è l’analisi del quorum *ex* azionisti strategici. Si può notare che la partecipazione del *free float* nelle assemblee ordinarie, espressa dal quorum del solo flottante, è superiore alla media dell’indice (10,86%) nei settori bancario (15,30%), media e telecomunicazioni

(13,30%), “altri” (12,20%) e *utilities* (11,50%). Tali comparti, ad eccezione della categoria “altri”, sono quelli che registrano una minore predominanza del *Core* (tabella 8). Tale evidenza empirica permette di confermare come gli azionisti di minoranza siano maggiormente propensi alla partecipazione in assemblea nei settori a minor concentrazione, dove aumentano gli spazi di influenza, anche deliberativa, in ambito assembleare.

L'apparente eccezione, rappresentata dal settore “altri”, è giustificata dalla presenza nel campione di Parmalat. Escludendo tale società, infatti, il quorum del flottante della categoria “altri” si attesterebbe intorno al dato medio registrato per l'indice FTSE MIB.

Nel settore assicurativo e in quello dei beni e servizi industriali il quorum ex azionisti strategici è inferiore al valore medio di circa un punto percentuale. Nel comparto dell'edilizia e in quello automobilistico, invece, si registra un quorum notevolmente inferiore alla media (rispettivamente del 5,30% e del 6,20%).

Tabella 10

FTSE MIB: incidenza per settore

Anno 2009 (valore percentuale sul capitale presente in assemblea)

SETTORE	Incidenza sul capitale in assemblea			
	Investitori strategici	Istituzionali italiani	Istituzionali esteri	Azionisti retail
Bancario	65,80	12,63	15,40	6,17
Assicurativo	82,55	5,96	9,87	1,62
Media e Telecomunicazioni	73,96	2,48	20,71	2,85
Utilities	75,34	4,23	20,41	0,02
Beni e Servizi Industriali	81,99	4,77	13,20	0,04
Automobili e componentistica	85,68	1,66	12,61	0,05
Edilizia	90,12	2,57	5,66	1,65
Altri	73,17	4,27	22,52	0,04
MEDIA FTSE MIB	77,50	5,10	16,10	1,30

Fonte: Georgeson R&D

Tabella 11**FTSE MIB: intensità di partecipazione per settore**

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale presente in assemblea)

SETTORE	Intensità di partecipazione			
	Investitori strategici	Istituzionali italiani	Istituzionali esteri	Azionisti retail
Bancario	88,76	48,02	37,97	16,51
Assicurativo	96,54	17,96	35,21	2,00
Media e Telecomunicazioni	100,00	17,13	35,53	4,41
Utilities	99,39	18,30	30,10	0,03
Beni e Servizi Industriali	97,34	23,18	27,18	0,18
Automobili e componentistica	99,92	8,48	21,52	0,11
Edilizia	98,72	2,83	31,82	6,65
Altri	84,39	20,63	57,22	0,36
MEDIA FTSE MIB	94,30	21,00	37,10	3,40

Fonte: Georgeson R&D

L'analisi delle variabili inerenti l'incidenza e l'intensità di partecipazione degli azionisti all'assemblea ordinaria conferma il *trend* evidenziato nell'analisi settoriale degli assetti proprietari.

In tutti i settori il *voting power*, espresso mediamente in assemblea dagli investitori strategici è superiore al 70%, salvo il caso del comparto bancario dove, in ogni caso, si attesta al 65,80%. Il livello più alto di incidenza media è raggiunto dal settore dell'edilizia – che, ricordiamo, è tra i settori a più alta concentrazione – con la presenza di oltre il 90% degli investitori strategici in assemblea. Seguono rispettivamente: assicurazioni (82,55%), automobili e componentistica (85,68%), beni e servizi industriali (81,99%) e gli altri settori con percentuali intorno al 75%.

L'intensità media di partecipazione per gli azionisti strategici è in tutti i settori superiore all'80%, raggiungendo, come ad esempio nelle telecomunicazioni, nelle *utilities* e nell'automobilistico, una sostanziale parità tra le azioni detenute e quelle portate in assemblea. Vale la pena ricordare come nel comparto assicurativo il dato si attesta al 96,54%, nei beni e servizi industriali al 97,34% e al 98,72% nell'edilizia.

Cercando una correlazione negativa tra partecipazione assembleare degli azionisti di minoranza e concentrazione delle posizioni in capo al *Core*, si può notare come questa si manifesti solamente per gli investitori istituzionali esteri. Ciò conferma il *trend* precedentemente rilevato con riferimento agli assetti proprietari.

Gli investitori domestici e il *retail*, relativamente alla partecipazione assembleare, non sembrano particolarmente sensibili al livello di concentrazione.

Nel comparto bancario è possibile riscontrare la più alta percentuale di incidenza media tra gli investitori istituzionali italiani, prossima al 13% e a cui corrisponde la maggior intensità, pari al 48,02%. Il settore che in media esprime il livello più basso di *voting power* è quello automobilistico (1,66%), a cui fa seguito un'intensità di partecipazione (8,48%) decisamente inferiore alla media dell'indice.

I restanti valori riferiti all'incidenza sono compresi in un *range* che va dai due ai sei punti percentuali, mentre i valori riferiti alla disposizione al voto variano dai diciassette ai ventitre punti percentuali per le altre categorie, con l'esclusione dell'*industry*, dell'edilizia e dell'automobile.

Tra gli investitori individuali è possibile osservare i valori medi più elevati, in relazione al *voting power* e alla disposizione al voto, nel settore bancario - con incidenza pari al 6,17% e intensità pari al 16,51% - nonché in quello di media e telecomunicazioni - con incidenza al 2,85% e intensità al 4,41%. Valori notevolmente superiori alla media per le due variabili sin qui considerate, anche in virtù di un minor grado di concentrazione di capitale.

Tuttavia, gli altri due settori contraddistinti da un livello di concentrazione inferiore alla media dell'indice, le *utilities* e i beni e servizi industriali, mostrano una partecipazione all'evento assembleare da parte dell'azionista individuale praticamente inconsistente. Traspare dunque una

manca di sensibilità da parte degli investitori *retail* alla composizione della struttura proprietaria e, in generale, una propensione molto bassa alla partecipazione assembleare, quasi inesistente per molti settori.

L'esame dei dati relativi agli investitori istituzionali esteri conferma la sensibilità di questi al grado di concentrazione azionaria anche per quanto riguarda la partecipazione assembleare. Essa infatti, è maggiore nei settori che presentano una concentrazione minore alla media dell'indice FTSE MIB.

A dimostrazione di ciò, segnaliamo i valori dell'incidenza media degli investitori esteri per media e telecomunicazioni (20,71%) e *utilities* (20,41%), tra i comparti con minore concentrazione negli assetti proprietari. Tuttavia la categoria "altri" che, come riportato, presenta il maggior grado di controllo da parte degli azionisti strategici, registra un'incidenza media per gli stranieri pari al 22,52%. L'elevato valore del *voting power* in questo settore sembra essere in contraddizione con quanto rilevato in merito alla propensione alla partecipazione degli investitori istituzionali esteri. È necessario, peraltro, considerare come tale valore medio sia influenzato dalla presenza, nel campione, di una *public company*.

In questa società la percentuale dell'incidenza è talmente alta da aumentare notevolmente i valori della partecipazione per l'intero settore. Basti considerare che escludendo Parmalat dalla categoria "altri", l'incidenza media si assesterebbe tra i nove e i dieci punti percentuali e, quindi, al di sotto della media dell'indice. È questa un'ulteriore conferma del grado di sensibilità degli investitori istituzionali esteri al livello di concentrazione azionaria del *Core* e come, a questa, corrisponda nei fatti una correlazione negativa in termini di partecipazione all'evento assembleare.

3. L'ATTIVISMO DELLE MINORANZE

Gli ultimi anni hanno visto un intervento legislativo costante nell'intento di promuovere i diritti delle minoranze, incoraggiandone l'attivismo. Il perno del nuovo approccio, che mira ad una più ampia responsabilizzazione del management verso gli interessi degli azionisti di minoranza, sembra risiedere negli investitori istituzionali. L'introduzione di nuovi poteri d'intervento e controllo va dunque considerata in questa prospettiva.

Come detto, generalmente il c.d. potere di *voice* dei soci si concentra al momento della formazione della volontà assembleare e del voto. Tuttavia l'attivismo può produrre i suoi effetti anche attraverso un *engagement*, un confronto diretto con i vertici societari, al di fuori dei canali e delle modalità tradizionali, ma comunque incisivo nei processi di definizione delle politiche aziendali. Una forma di attivismo relativamente nuova per il mercato italiano capace, secondo alcuni studi, di generare alti incrementi di valore azionario²⁸ anche se, a ben vedere, quello di alcuni *hedge funds* è essenzialmente di tipo tattico, di breve ritorno piuttosto che di lungo termine.

Ciononostante l'esperienza pratica dimostra che, per alcuni investitori istituzionali, l'attivismo sembra spesso coincidere esclusivamente con il voto in assemblea. Come vedremo nei prossimi paragrafi, in Italia, gran parte dell'attenzione delle minoranze sembra incentrata sul tema inerente la nomina delle cariche sociali.

Le restrizioni imposte dalla recente crisi finanziaria potrebbero determinare un ridimensionamento delle politiche attiviste degli istituzionali come conseguenza di una riduzione delle risorse a disposizione dei dipartimenti di *corporate governance* o di consulenza dei *Proxy Advisor*²⁹.

²⁸ M. BECHT – J. FRANKS – C. MAYER – S. ROSSI, *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, in ECGI , 138/2006, pag. 24.

²⁹ I *Proxy Advisor* forniscono agli investitori istituzionali analisi indipendenti in merito alla *corporate governance* delle società in cui investono. Generalmente orientano il voto degli istituzionali attraverso l'emanazione di raccomandazioni di voto durante le assemblee degli azionisti.

Le stesse *perception* raccolte da Georgeson sembrerebbero confermare tali intenzioni in circa il 20% dei soggetti considerati³⁰.

3.1 Il livello di dissenso

Uno dei principali meccanismi di tutela per gli interessi degli azionisti di minoranza verte su una partecipazione attiva in assemblea, capace di condizionare eventuali decisioni del management pregiudizievoli dei loro interessi³¹.

In questo senso, l'espressione del c.d. "dissenso" relativo alle proposte portate in assemblea, rappresenta un importante segnale per i vertici aziendali sul grado di allineamento con gli interessi delle minoranze. Un approfondimento del dissenso espresso durante la stagione assembleare 2009 fornisce inoltre un'indicazione sulla sensibilità degli investitori rispetto a quelle che sono le principali tematiche relative al governo societario.

Nella seguente tabella 12 sono stati riportati alcuni tra gli argomenti sui quali l'assemblea è chiamata a deliberare e nello specifico: approvazione del bilancio, determinazione del compenso degli amministratori e dei sindaci, incarichi relativi alla società di revisione e richiesta di autorizzazione per *shares buy-back plans*. Le tematiche inerenti la nomina delle cariche sociali saranno trattate separatamente nel paragrafo 3.2.

³⁰ Circa il 60% degli investitori istituzionali europei ha confermato di mantenere gli stessi livelli di budget in materia di *corporate governance* o *proxy voting*. Il 20% ha dichiarato di prevedere riduzioni sostanziali dei costi in tali ambiti.

³¹ D. RIZZI, *Corporate governance, struttura proprietaria e conflitti d'interesse nelle società di capitale*, in Banche e banchieri, 6/ 2007, pag. 511.

Tabella 12

FTSE MIB: dissenso in assemblea

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale presente in assemblea)

Oggetto delibera	Dissenso in assemblea		
	MEDIA	MIN	MAX
Bilancio	1,00%	0,00%	5,26%
Remunerazione	3,10%	0,00%	11,31%
Società di revisione	2,12%	0,03%	6,80%
Shares buy-back plan	0,36%	0,00%	1,99%

Fonte: Georgeson R&D

L'approvazione del bilancio ha registrato un dissenso medio di circa un punto percentuale da parte delle minoranze,. L'apparente unanime grado di approvazione risente del fatto che questa materia viene spesso considerata come una *routine*, se non una formalità, a dispetto del grande valore fornito dai documenti sottoposti agli azionisti. Diversa la situazione in ambito di politiche distributive degli utili dove i dissensi hanno superato anche il 5% dei voti espressi in assemblea.

Le deliberazioni concernenti la nomina della società di revisione, incontrano un contrasto leggermente superiore, pari al 2,12%. L'attenzione degli investitori sembra concentrarsi - anche a seguito dell'intervento legislativo comunitario³² - sia sulla qualità del controllo contabile che sui costi, specie se riguardanti altri ambiti di consulenza (per esempio quello fiscale). Nel valore massimo registriamo, infatti, un'importante percentuale di voti contrari pari al 6,80% del totale espresso in assemblea.

Ancora più sottile è il margine di dissenso relativo alle autorizzazioni ai sensi degli artt. 2357 e 2357-ter c.c. Il dato suggerisce come questi *shares buy-back programs* non rappresentino tema di controversia in assemblea. Le limitazioni di carattere civilistico (quantitative, procedurali e relative al

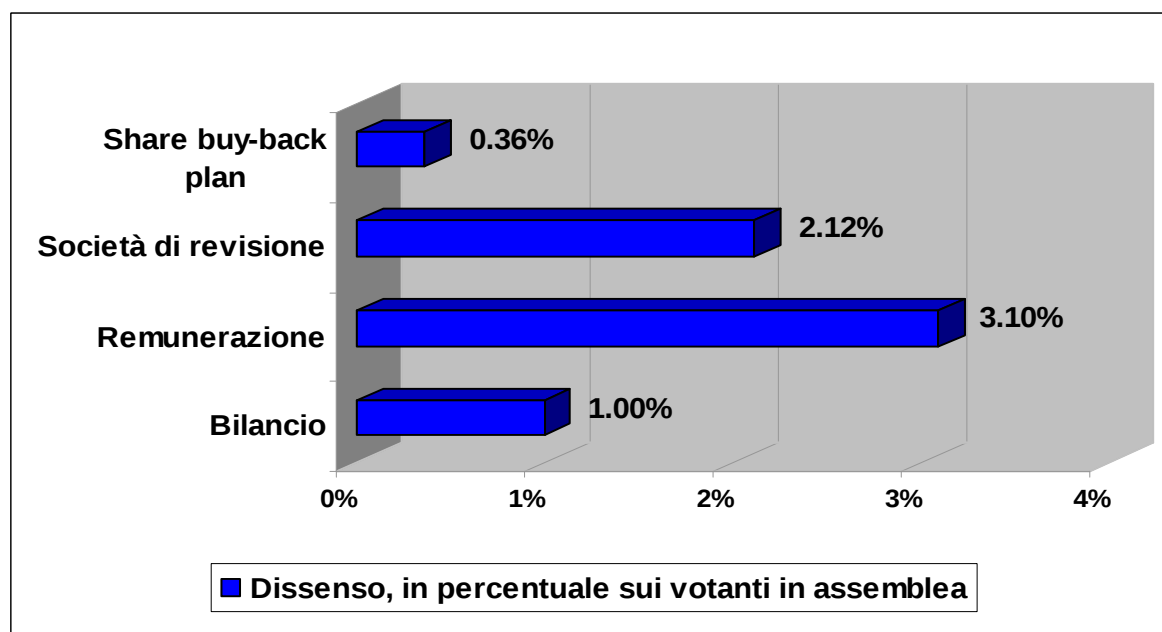
³² Direttiva n. 2006/43/CE del 17 maggio 2006.

bilancio approvato³³) sembrano dunque costituire un'affidabile tutela per gli azionisti.

Grafico 10

FTSE MIB: dissenso in assemblea

Anno 2009 (valore percentuale sul capitale sociale presente in assemblea)



Fonte: Georgeson R&D

Le problematiche relative alla remunerazione degli amministratori e gli strumenti ad essa correlati (in particolar modo le *stock options*) costituiscono un argomento assai controverso e dibattuto³⁴. In Italia tali delibere generano infatti le maggiori divergenze, sia nei valori medi (3,1%) che massimi (11,3%). La diffusione d'incentivi azionari al management

³³ Ai sensi dell'art. 2357- *bis* c.c. le limitazioni dell'art. 2357 c.c. non si applicano quando l'acquisto delle azioni proprie avvenga: 1) in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni; 2) a titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate; 3) per effetto di successione universale o di fusione o scissione; 4) in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate.

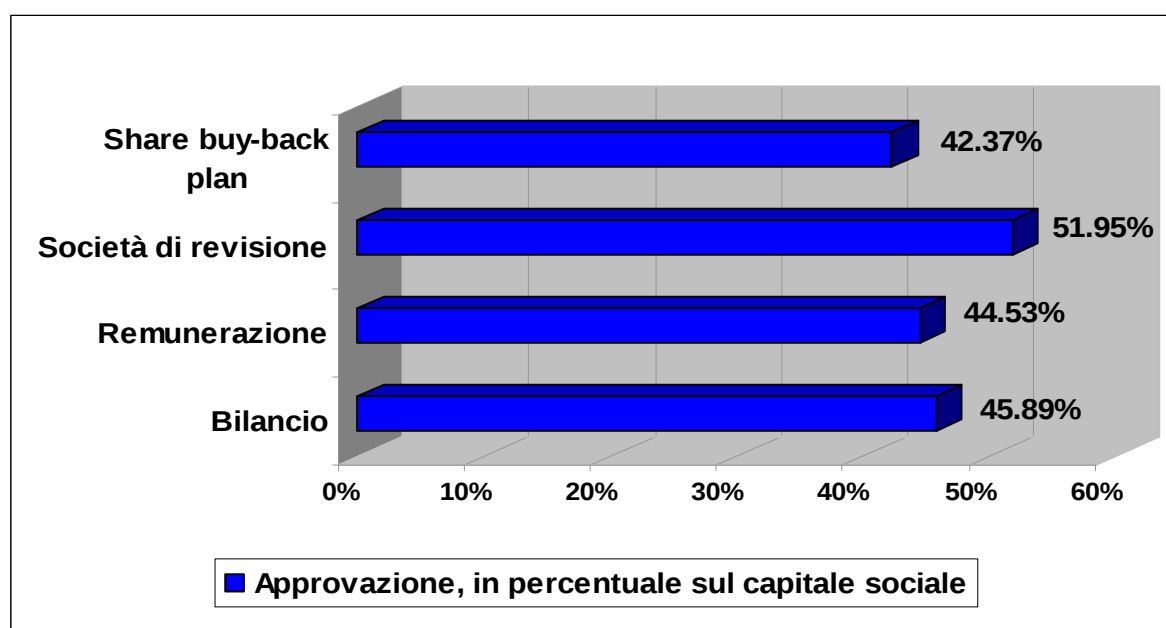
³⁴ Tale aspetto trova conferma presso quanto riportato durante la *Survey* realizzata da Georgeson nel 2009 dove per circa il 79% degli intervistati il tema della *remuneration* assumeva primaria importanza a ridosso della stagione assembleare.

rappresenta una relativa novità per il sistema retributivo delle imprese italiane. Gli stessi *stock option plans*, che assegnano ai beneficiari l'opzione di acquistare o sottoscrivere delle azioni, se ben predisposti, possono contribuire positivamente ad allineare la retribuzione dei *top managers* alla *performance* aziendale e quindi, agli interessi degli azionisti³⁵. Malgrado ciò, la presenza costante degli azionisti di controllo nei consigli di amministrazione, fa sì che molto spesso le minoranze considerino alcuni piani di *stock option* come una modalità di appropriazione “indebita” di una parte rilevante del valore azionario dell'impresa³⁶.

Grafico 11

FTSE MIB: l'approvazione delle delibere

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



Fonte: Georgeson R&D

³⁵ A. MELIS – S. CARTA – S. GAIA, *Le Stock option come strumento di remunerazione per gli amministratori nelle imprese non finanziarie quotate. Corporate Governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, 2009, pag. 109.

³⁶ O. BUTZBACH – F. DI CARLO, *The Effects of Stock Options Accounting Regulation on Corporate Governance: a Comparative European Study*, MPRA (2008), n. 14843, pag. 10.

Una considerazione speculare, ma in termini di capitale sociale, sull'approvazione delle delibere assembleari, viene rappresentata nel precedente grafico 11.

Confrontando i risultati con quelli relativi alla composizione del quorum costitutivo (si veda paragrafo 2.1) notiamo come, di fatto, meno della metà del capitale sia implicata nell'approvazione delle principali *corporate issues* e come l'azionista di controllo - con una partecipazione media in assemblea pari al 43,20% del capitale - eserciti nella pratica un dominio poco contrastato o del tutto incontrastato nel governo societario.

3.2 L'elezione delle cariche sociali

Da sempre l'elezione del consiglio di amministrazione rappresenta un argomento tra i più *contentious* per gli azionisti di minoranza. La concentrazione azionaria tipica del mercato italiano che rende, di fatto, un solo azionista o una coalizione ristretta di azionisti capace di detenere il controllo della società, investe di primaria importanza la nomina dei membri del *board*.

Mentre nelle *public company* di stile anglosassone, il consiglio viene considerato espressione del management, nelle strutture societarie fortemente concentrate, gli organi di governo finiscono per essere l'espressione diretta degli azionisti di controllo. Gli interventi legislativi degli ultimi anni hanno cercato di mitigare la situazione permettendo alle minoranze di esprimere almeno un membro del C.d.a e un componente dell'organo di controllo al quale, nelle società che adottano il modello tradizionale, spetta la presidenza dell'organo stesso.

3.2.1 Il Voto di lista

L'art. 147-ter TUF impone la previsione statutaria di sistemi di elezione e composizione per gli organi di amministrazione e controllo basati sulla tecnica del voto di lista³⁷. Per la presentazione delle liste è richiesta una quota minima di partecipazione non superiore al 2,5% del capitale sociale³⁸, con una evidente finalità di tutela delle minoranze qualificate. Perciò almeno uno dei consiglieri di amministrazione dovrà essere espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti³⁹ e che non sia collegata in alcun modo con la lista risultata prima in ordine di preferenza.

Il meccanismo del voto di lista, introdotto nel 2006⁴⁰, fu pensato come strumento capace di assicurare una partecipazione delle minoranze nei consigli di amministrazione in un mercato, come più volte detto, caratterizzato da una predominante presenza di azionisti strategici.

Tra gli aspetti positivi di tale sistema può annoverarsi una maggiore *disclosure*⁴¹ sulle caratteristiche dei candidati rispetto al modello di elezione precedente, oltre che il presupposto di una collaborazione tra gli azionisti di minoranza. La previsione di una quota minima per la presentazione della lista rende infatti necessaria l'aggregazione degli azionisti intorno a uno o più candidati. Nel caso degli investitori istituzionali tale aspetto assume una

³⁷ Tale meccanismo è previsto per entrambi gli organi di amministrazione e controllo nelle società che adottano il sistema tradizionale ed il sistema monistico. Invece nel caso delle società che adottano il sistema dualistico, il voto di lista è previsto solo con riferimento al consiglio di sorveglianza. In aggiunta, al membro eletto con la tecnica del voto di lista, non spetta automaticamente la presidenza del consiglio di sorveglianza.

³⁸ Oppure come stabilito da regolamento Consob tenuto conto di capitalizzazione, flottante ed assetti proprietari delle società quotate.

³⁹ Tuttavia lo Statuto può disporre che "ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che non hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle liste": cfr. art. 147-ter, comma 1, TUF.

⁴⁰ Dal d.lgs 29 dicembre 2006 n. 303 recante norme di coordinamento con la legge 28 dicembre 2005 n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF).

⁴¹ Il termine per la presentazione delle liste è fissato al 15° giorno precedente la data di convocazione dell'assemblea.

primaria importanza dal momento che si trovano spesso ad agire affrontando il classico “dilemma del prigioniero”: per essere efficace, il loro attivismo deve poter contare su una sorta di cooperazione⁴².

Tuttavia, è possibile individuare alcune debolezze nel modello, soprattutto nel fatto che gli azionisti, non potendo naturalmente esprimere preferenze per un singolo candidato, si trovino costretti a votare una lista, anche a dispetto di eventuali perplessità relative ai singoli, secondo un semplice “*take it or leave it*”⁴³. In aggiunta, il blocco delle azioni applicato da alcuni depositari, tra la richiesta della certificazione all’intermediario sino ai termini di presentazione delle liste, ha rappresentato per molti investitori istituzionali un disincentivo alla partecipazione. Le recenti modifiche legislative, introdotte per recepire la direttiva europea 2007/36/CE sui diritti degli azionisti, dovrebbero contribuire in parte a risolvere queste inefficienze. A tal proposito si rimanda al testo di approfondimento contenuto nella seconda parte del presente lavoro.

Un’analisi relativa ai rinnovi delle cariche sociali negli ultimi tre anni rivela che l’efficacia del voto di lista, quale opportunità di *voice* per le minoranze, è strettamente legata al grado di concentrazione della compagine azionaria. Nella pratica risulta meno incisivo, se non controproducente, in quegli scenari contraddistinti da un azionariato più frammentato e da una bassa partecipazione in assemblea. La nomina del *board* in questi casi potrebbe essere emanazione di una parte minima del capitale, creando un evidente squilibrio tra esposizione finanziaria dell’investimento e potere decisionale.

⁴² L. ENRIQUES, M. BIANCHI in Consob, *Corporate Governance in Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, Quaderni di finanza, n. 43/2001, pag. 27.

⁴³ F. BIANCONI, B. BONAVENTURA, in *Safeguarding Minority Rights: An Analysis of Italy’s Voto di Lista*, Market Region Report, RiskMetrics Group, Aug. 31, 2009.

Tabella 13
FTSE MIB: rinnovo delle cariche sociali
Anno 2009 (valori in percentuale)

Società	Quorum ex strategici	Investitori strategici		Istituzionali italiani		Istituzionali esteri	
		Incidenza % media	Intensità % media	Incidenza % media	Intensità % media	Incidenza % media	Intensità % media
Con liste di minoranza	12,88	71,20	92,30	7,20	30,60	19,80	36,50
Senza liste di minoranza	7,75	88,00	98,00	1,90	8,20	9,70	40,70
MEDIA FTSE MIB	10,86	77,50	94,30	5,10	21,00	16,10	37,10

Fonte: Georgeson R&D

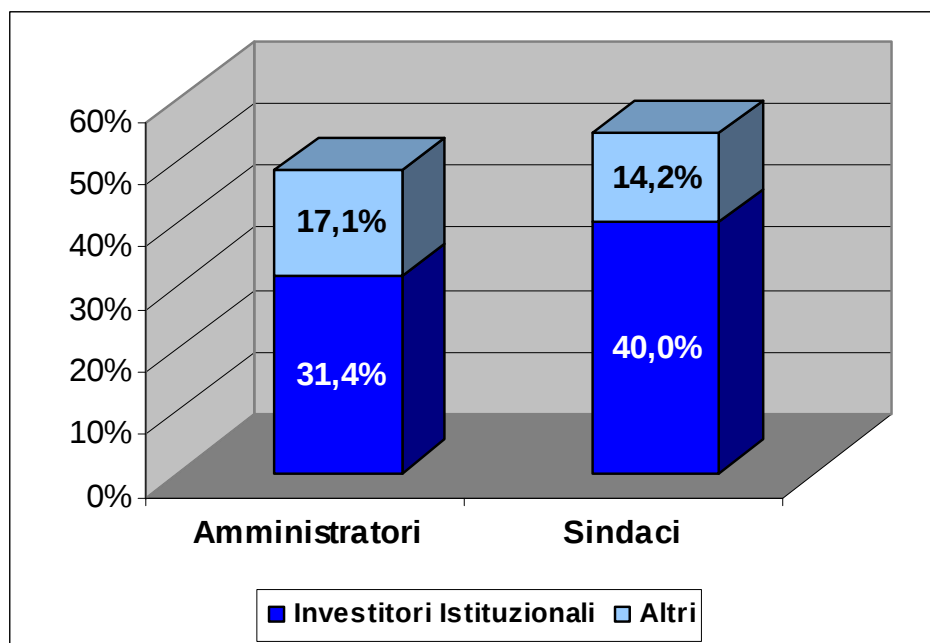
Nel nostro campione di società è stato verificato l'effettivo utilizzo del voto di lista da parte delle minoranze dal 2006, primo anno di implementazione, sino al 2009. In 17 delle 35 società considerate, gli azionisti di minoranza hanno partecipato attivamente, presentando liste di candidati. Tali società sono caratterizzate da un quorum assembleare, al netto degli strategici, superiore al dato medio del FTSE MIB di circa due punti percentuali (12,88%). Inoltre la compagine degli istituzionali italiani risulta molto più incisiva rispetto alla media, sia in termini d'incidenza di voto che d'intensità di partecipazione sulle posizioni detenute. Nelle società dove è stata assente l'iniziativa delle minoranze, registriamo una forte concentrazione negli assetti proprietari, con un livello di *free float* in assemblea ben inferiore alla media. Valore che spiega l'altissima incidenza da parte dell'azionista di riferimento durante le assemblee. In questo caso l'intensità media di partecipazione degli istituzionali domestici è di quasi tre volte inferiore al dato medio relativo all'indice di riferimento.

L'attivismo legato alle nomine sembra quindi essere connesso sia ad una, seppur minima, dispersione dell'azionariato, che ad una presenza dei gestori italiani.

Grafico 12

FTSE MIB: I promotori di liste di minoranza

Anno 2009 (percentuale sul totale)



Fonte: Georgeson R&D

Un'analisi specifica delle nomine effettuate dal 2006 mostra come nel 48% dei casi riguardanti il consiglio di amministrazione queste siano state promosse da azionisti di minoranza, per lo più con il coordinamento da parte di Assogestioni (11 casi su 17)⁴⁴.

L'elezione del collegio sindacale ha visto un attivismo leggermente superiore, presente nel 54% dei rinnovi.

Va segnalato che per l'organo di controllo almeno in due circostanze sono state proposte più di due liste da parte delle minoranze mentre per due società la nomina di rappresentanti, sia negli organi di amministrazione che di controllo, è avvenuta direttamente in assemblea, su proposta degli stessi investitori istituzionali italiani.

Per ultimo consideriamo il supporto, in termini di capitale, alle liste risultate elette (grafico 13), che è stato pari al 7,84% per quanto riguarda il C.d.A e al 7,50% per il Collegio Sindacale. Valori che confermano come

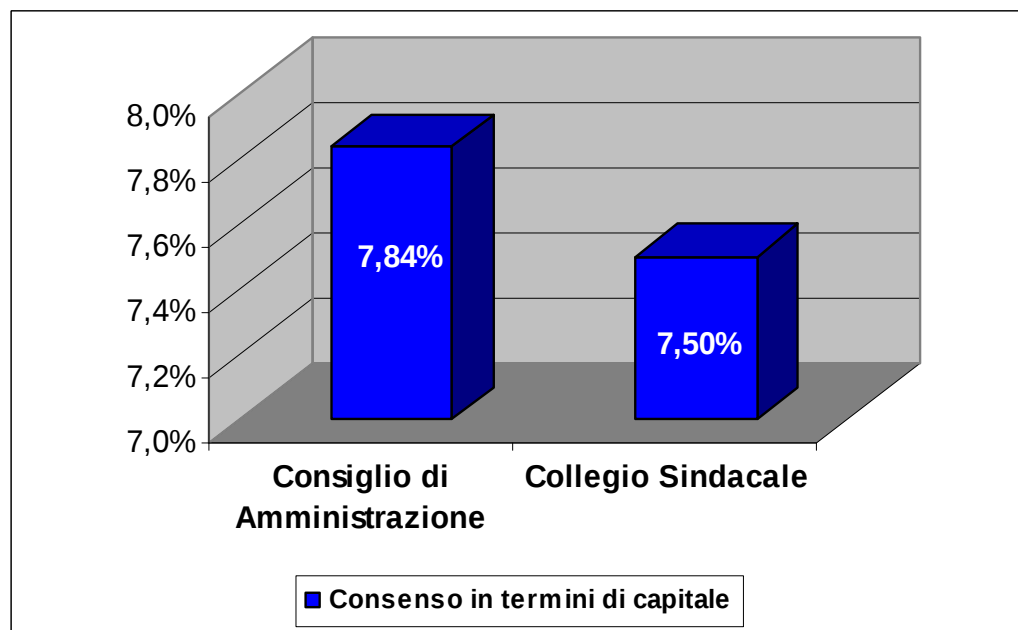
⁴⁴ L'Associazione Italiana del Risparmio Gestito (Assogestioni) si è fatta promotrice di almeno una lista in 14 delle 19 elezioni tenutesi.

gran parte del *free float* presente in assemblea (in media il 12%) sostenga attivamente l'iniziativa delle minoranze.

Grafico 13

FTSE MIB: Il consenso alle liste di minoranza in termini di capitale

Anno 2009 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



Fonte: Georgeson R&D

L'introduzione del voto di lista potrebbe inoltre contribuire nel medio lungo termine a distendere il grado di concentrazione azionaria del mercato italiano. I dati ampiamente discussi nei capitoli precedenti suggeriscono che, fatto salvo un quorum medio deliberativo pari al 54,10%, la quota necessaria per controllare il governo societario nella pratica è pari al 27% del capitale. L'utilizzo del voto di lista, come visto, permette la presentazione di candidati per la nomina del *board* attraverso un apporto minimo di capitale. La possibilità per un azionista strategico di diminuire il proprio rischio di investimento, pur tuttavia mantenendo stretto il governo dell'impresa, potrebbe avere certamente un impatto nella composizione degli assetti proprietari italiani, riportandoli ad una situazione analoga ad altri paesi europei.

CONCLUSIONI

La presentazione dei dati concernenti la struttura proprietaria delle principali società italiane conferma la stabilità dell'assetto proprietario nel corso del tempo e la sua alta concentrazione, elementi da sempre caratterizzanti il sistema capitalistico del nostro Paese.

Nel 2009, gli investitori strategici detengono da soli una percentuale del capitale sociale prossima alla maggioranza assoluta, in media pari al 44,87%. Le restanti quote sono frammentate tra le diverse categorie di azionisti di minoranza: investitori istituzionali italiani (12,82%), investitori istituzionali esteri (24,25%) e investitori *retail* (16,15%). A queste, si aggiunge l'1,91% del capitale posseduto direttamente dalle società stesse, sotto forma di azioni proprie.

Tali dati presentano un *trend* sostanzialmente stabile rispetto al 2005. Ad ogni modo, vi sono due leggere variazioni che meritano attenzione.

La prima è costituita dall'incremento rispetto al 2005 delle posizioni detenute dagli investitori istituzionali esteri di circa 5 punti percentuali.

La seconda variazione di rilievo è il decremento delle posizioni detenute dall'azionariato strategico, che dal 49,03% del 2005 scende al 44,87% del 2009. Questa diminuzione è dovuta al fatto che il *Core* riesce comunque a mantenere uno stretto controllo sul governo societario anche senza detenere la maggioranza assoluta delle quote, potendo contare sulla bassa partecipazione degli azionisti di minoranza alla vita sociale. Tale interpretazione del dato è supportata dall'analisi che abbiamo svolto riguardo ai modelli di controllo nel FTSE MIB, dalla quale emerge come la tipologia di posizione dominante più comune sia il controllo di fatto (in quasi il 59% dei casi).

L'Italia, perciò, conferma di potersi qualificare in termini di *insider financial system*, come altri paesi dell'Europa continentale: alta concentrazione azionaria, pochi grandi azionisti strategici che controllano il management, mercati dei capitali poco liquidi, frequenti partecipazioni incrociate e accordi tra gli azionisti. Il c.d. *legal approach* che richiama il tipo di ordinamento giuridico come fattore cardine dello sviluppo di un efficiente sistema finanziario non sembra in apparenza spiegare le peculiarità del nostro mercato. La storia del nostro capitalismo è stata accompagnata dalla mancanza di un ruolo primario dei mercati finanziari

liquidi e di investitori privati⁴⁵. Protagonisti del modello italiano sono stati da sempre lo Stato attraverso gli enti pubblici economici e le grandi famiglie industriali che, come sostenuto da molti autori, avrebbero influenzato la stessa legislazione societaria, nel timore di vedere ridotti i benefici derivanti dal controllo⁴⁶.

Questa descrizione trova parziale conferma nei dati riportati in merito all'identificazione dell'azionista di controllo, che vedono oltre il 50% delle società caratterizzate dal controllo familiare e il 22,85% dallo Stato o enti locali. Le stesse famiglie, in termini di *market capital*, detengono l'8,72% contro il 14,86% dello Stato. Le società che vedono nello Stato il principale azionista, infatti, sono quelle a più alta capitalizzazione, operanti nei settori strategici dell'economia nazionale. Quello familiare, invece, caratterizza società di minori dimensioni, generalmente accomunate da una concentrazione dello *share capital* in capo all'azionista strategico, dove spesso la proprietà non è disposta a cedere il controllo - che coincide spesso con la gestione - anche a discapito della crescita dimensionale.

Ulteriore evidenza empirica è fornita dall'analisi della struttura proprietaria delle ultime e prime cinque società per peso degli azionisti strategici. Nelle cinque aziende in cui è più presente la componente *Core*, la capitalizzazione media è di quasi quattro volte inferiore a quelle dove la presenza degli strategici è meno accentuata. I dati riconfermano dunque come le imprese contraddistinte da una forte concentrazione azionaria sono anche quelle di minori dimensioni e generalmente dominate da un unico azionista. Questa analisi, supportata dalle osservazioni settoriali sugli assetti

⁴⁵ Secondo l'approccio di R. LA PORTA e altri in *Law and Finance*, (Journal of Political Economy, vol. 106, n. 6, December 1998) la qualità del sistema giuridico determina la tipologia di sistema finanziario adottato. Nei paesi di *common law*, avremo sistemi finanziari *outsider* in cui gli investitori non sentono la necessità di aggregarsi, in quanto sono adeguatamente tutelati. I sistemi giuridici di *civil law*, invece, non proteggerebbero adeguatamente gli investitori, che quindi si raccoglierebbero originando la concentrazione azionaria caratterizzante gli *insider financial system*. Tale interpretazione ha però suscitato diverse critiche. Se è pacifico il paradigma empirico che vede corrispondere *outsider system* al *common law* e *insider system* al *civil law*, dibattute sono le cause di tale relazione. Nello specifico, altri Autori, ad esempio J. M. ROE in *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, (Oxford Press, 2004), sostengono che la teoria *law and finance* non tiene conto dei fattori politici e storici che inevitabilmente danno forma al sistema finanziario di un paese.

⁴⁶ L.A. BEBCHUK, *A rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 7203, 1999, pag. 4.

proprietari, fornisce un importante indicatore relativo al livello di sensibilità degli azionisti di minoranza. Nello specifico, si evince che l'unica tipologia tra tali investitori realmente recettiva alla conformazione degli assetti proprietari sia quella istituzionale estera. Questi attori, infatti, tendono ad investire nelle società e nei settori in cui le posizioni degli azionisti strategici sono meno concentrate.

Per quanto concerne la partecipazione assembleare, il primo dato preso in esame è stata la collocazione temporale della *proxy season*, risultata concentrata nel mese di aprile per 33 società su 35. Questo di fatto limita la partecipazione assembleare degli investitori istituzionali esteri, replicando una situazione ravvisabile anche nel resto d'Europa.

L'esercizio dei diritti assembleari da parte delle diverse tipologie di azionisti è stato analizzato alla luce di indicatori quali il quorum costitutivo e il *voting power* insieme alla disposizione al voto, relativi a ciascuna categoria.

In generale è stato confermato il basso livello di partecipazione del 2005, anche se si evidenziano alcune variazioni con riferimento, ad esempio, al quorum ex strategici, dove si è osservato un incremento in media di due punti percentuali. Una scomposizione del c.d. *free float* in assemblea ha rivelato come la categoria di azionisti che ha trainato la seppur minima - ma incoraggiante - partecipazione delle minoranze sia quella degli istituzionali esteri. Tale variazione è originata sia dall'incremento delle posizioni detenute dagli istituzionali stranieri nel capitale delle società dell'indice FTSE MIB, che da una loro maggiore propensione nel partecipare all'evento assembleare. L'incidenza della loro partecipazione è, infatti, salita dal 6,40% del 2005 al 16,10% del 2009, mentre l'intensità della stessa dai sedici punti percentuali del 2005 ha superato i trentasette nel 2009. Si può dunque affermare che l'atteggiamento degli investitori istituzionali esteri si sta evolvendo, dimostrando un maggiore interesse di questa categoria per la gestione delle società in cui investe⁴⁷. Un dato che assume rilevanza anche in considerazione di tutte quelle problematiche relative alle banche depositarie, che *de facto* fanno del nostro paese uno *share bloking country*⁴⁸.

⁴⁷ A tal proposito si veda l'Allegato con i risultati della Survey a ridosso della stagione assembleare 2009.

⁴⁸ È possibile che le banche custodi, cioè coloro che raccolgono le istruzioni di voto provenienti dagli azionisti, impongano lo *share blocking* agli azionisti nei giorni

Per le altre categorie si registra una sostanziale stabilità nei valori di *voting power* in assemblea e disposizione al voto. Gli investitori strategici continuano a detenere un livello elevato di incidenza (77,50% nel 2009), anche se in leggero calo rispetto al 2005, mentre gli investitori istituzionali domestici ed i *retail* si attestano ad un livello inferiore al 6%, stabile se non in calo. L'intensità della partecipazione è saldamente vicina alla totalità delle azioni portate in assemblea per gli azionisti *Core* (98,88% nel 2005 e 95,40% nel 2009), mentre rispetto a cinque anni prima il valore si dimezza sia nel caso degli investitori istituzionali italiani, in cui si attesta al 23,10%, che degli investitori individuali, per i quali scende al 10,90%. Da notare che queste ultime due categorie di azionisti hanno disertato l'evento assembleare in più di un caso; al contrario della controparte estera, presente in ogni *meeting*, con una disposizione al voto pari al 37,10%, che, come sottolineato, è ben oltre il doppio di quanto rilevato durante la stagione 2005.

Totalmente differente lo scenario per gli azionisti individuali, che con una pressoché totale apatia all'evento assembleare, testimoniata da un'intensità di partecipazione di poco superiore all'1%, confermano un'assenza di interesse nella gestione d'impresa.

L'analisi per settori consente di giungere a conclusioni analoghe a quelle esposte relativamente alla sensibilità degli azionisti di minoranza rispetto alla composizione della struttura proprietaria. L'unica categoria in cui la partecipazione è correlata (negativamente) al livello di concentrazione delle posizioni in capo agli strategici si conferma quella degli investitori istituzionali stranieri. A tal proposito le *industries* che registrano una incidenza e intensità maggiore da parte delle minoranze estere sono anche quelle dove la portata degli azionisti di riferimento, in termini di capitale, è inferiore alla media dell'indice.

immediatamente precedenti lo svolgimento dell'assemblea (indipendentemente dal fatto che la società lo richieda o meno). La giustificazione di tali procedure da parte delle banche custodi consiste nel fatto che lo *share blocking* garantirebbe loro una più facile gestione dei processi di identificazione e autorizzazione degli azionisti alla partecipazione assembleare. Tale pratica potrebbe spingere alcuni investitori esteri a disertare l'assemblea, e quindi non votare, piuttosto che vedere limitata la possibilità di disporre dei propri *stock*. A tal proposito si veda RiskMetrics Group, *Market Mechanics Guide*, February 2010.

Laddove proprietà e controllo sono separati, gli azionisti di riferimento sono chiamati a svolgere un importante ruolo, quello di *monitoring* nei confronti del management, assicurando tra l'altro una stabilità di governo. Diverso il discorso per quelle società contraddistinte da un coinvolgimento diretto dell'azionista strategico nella gestione dell'impresa. In questi casi, il classico *agency problem* si risolve nel conflitto tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza; dove i primi svolgono il ruolo di *agent* ed i secondi di *principal*⁴⁹. Gli azionisti strategici hanno quindi maggiori opportunità di appropriarsi, a danno degli altri azionisti, dei benefici privati del controllo. Per benefici privati si intende la capacità di questi soggetti di sfruttare la loro posizione di forza e di utilizzare le risorse sociali per fini personali, a scapito degli azionisti di minoranza e in genere degli altri *stakeholders*. In tale contesto è apparsa evidente la necessità di dotare le minoranze azionarie di tutta una serie di *checks and balances* capaci di dare voce e soprattutto riportare fiducia in un assetto proprietario altamente concentrato come quello italiano.

L'attivismo in Italia viene inteso preminentemente come mero esercizio del diritto di voto, generalmente circoscritto all'evento assembleare e in ciò lontano da quei comportamenti propositivi, anche pubblici, capaci di influenzare positivamente la gestione aziendale.

La nostra analisi ha rivelato come il livello di dissenso espresso in riferimento alle principali delibere assembleari nel 2009 sia relativamente basso, tanto da far presumere, in alcuni casi, un sostanziale allineamento di interessi tra le parti. La scarsa partecipazione potrebbe in parte spiegare tale

⁴⁹ Per *agency problem* s'intende il conflitto che sorge tra *principal* e *agent* cfr. P. MILGROM - J. ROBERTS in *Economics, Organization and Management* (Prentice-Hall 1992). Le due parti sono legate da una relazione contrattuale in cui il comportamento e le caratteristiche dell'*agent* determinano il benessere del *principal*. Il problema sorge a causa dell'asimmetria informativa che vede il *principal* impossibilitato a controllare (in maniera certa) le azioni dell'*agent* e a verificare che questo rispetti in pieno l'accordo alla base della loro relazione. Tale situazione spinge l'*agent* ad adottare un comportamento opportunistico, che lo porta a non rispettare i termini del contratto per perseguire il proprio interesse (*moral hazard*). L'*agency problem* si riassume quindi nella necessità di motivare l'*agent* ad agire nell'interesse del *principal* piuttosto che nel proprio. L'*agency problem* classico è quello individuato da A. BERLE - G. MEANS, *The modern corporation and private property*, Brace & World, 1968, nel conflitto tra managers e azionisti. Questa ricostruzione tuttavia si riferisce al modello anglosassone di *public company*. Nei sistemi finanziari di tipo *insider*, come quello italiano, l'elevata concentrazione della proprietà origina il diverso *agency problem* tra azionisti di controllo ed azionisti di minoranza.

fenomeno anche se, segnali di attivismo si ravvisano in merito a proposte sulla remunerazione del management, toccando in un caso circa l'11% di voti contrari. L'elemento che tuttavia sembra in un certo senso focalizzare l'attenzione degli azionisti di minoranza è quello relativo all'elezione delle cariche sociali. Il meccanismo del voto di lista, così come introdotto nel 2006, permette anche ad esigue compagini azionarie di presentare ed eventualmente eleggere membri negli organi di amministrazione e controllo. I dati raccolti sin dalla sua implementazione riferiscono come l'attivismo si sia manifestato principalmente in presenza di un alto quorum ex-strategici e abbia riguardato circa 17 compagnie su 35. Da rilevare, il ruolo svolto dagli investitori istituzionali domestici nella fase soprattutto propositiva, per oltre il 64% dei casi. Le società che hanno visto nominare almeno un amministratore o sindaco da parte delle minoranze erano anche quelle con una più alta incidenza in termini di *voting power* degli investitori italiani.

I risultati della ricerca sembrano indicare un lieve ma progressivo incremento della dispersione azionaria. Le teorie che legano il fenomeno della *concentrated ownership* alla tutela accordata agli azionisti di minoranza⁵⁰ sembrano tuttavia spiegare solo in parte questo *trend*. Altri dati confermano come molto spesso le scelte di investimento degli investitori istituzionali, segnatamente esteri, siano influenzate anche dalla stessa struttura proprietaria della società e dalla sua *governance*⁵¹, dove una più ampia separazione tra gestione e controllo possa consentire alla *voice* dell'azionista di non finire nel silenzio.

⁵⁰ Si veda, a proposito della teoria *Law and Finance*, la nota n. 43 *supra*.

⁵¹ Secondo il c.d. approccio *market and force* su cui M. DAHLQUIST, G. ROBERTSON, *Direct Foreign Ownership, Institutional Investors and Firm Characteristics*, in *Journal of Financial Economics*, 2001.

PARTE II

LA DIRETTIVA 2007/36/CE RELATIVA ALL' "ESERCIZIO DI ALCUNI DIRITTI DEGLI AZIONISTI DI SOCIETÀ QUOTATE" RECEPITA CON IL D.LGS. 27 GENNAIO 2010 N. 27

a cura di:

Sabrina Bruno, M.Litt. (Oxon), PhD.

Professore associato diritto commerciale, Università della Calabria
Docente Business and Company Law, LUISS Guido Carli
2010 Fulbright Visiting Scholar, Harvard Law School

1. INTRODUZIONE: I PRINCIPI DI FONDO NEI LAVORI COMUNITARI PREPARATORI ALLA DIRETTIVA

Il fondamento della filosofia della direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, è da rinvenirsi già nel 2001 quando la Commissione Europea ha istituito l'*High Level Group of Company Law Experts* (anche conosciuto come *Winter Group*) con l'incarico di individuare un nuovo piano per il diritto societario. Le Raccomandazioni del *Winter Group* sono state la base del documento pubblicato nel 2003: "*Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward*" (detto "CLAP") il cui punto principale riguardava la *corporate governance* e che individuava, tra i fattori cardine, il voto degli azionisti ed il rafforzamento dei loro diritti⁵².

In successivi lavori europei che hanno preceduto l'emanazione della direttiva sono state individuate alcune regole fondamentali finalizzate al rafforzamento dei diritti degli azionisti in assemblea considerando che, tra le altre cose, le restrizioni o i requisiti sulla possibilità di sottoporre proposte di delibera in assemblea ostacolano l'attivismo dei soci⁵³. L'*High Level Group of Company Law Experts* aveva dichiarato che in un sistema appropriato di governo societario i soci devono avere efficaci strumenti per esercitare attivamente un'influenza sulla società e che inoltre il diritto di sottoporre proposte di delibera per l'assemblea gioca un ruolo importante nel contesto societario, laddove restrizioni e requisiti vari costituiscono un ostacolo a questo diritto; per questa ragione si invitavano gli stati membri a pubblicizzare presso i soci il contenuto dei loro diritti ed inoltre si suggeriva di considerare la previsione di un quorum, quale requisito per selezionare i diritti di iniziativa assembleare e al contempo evitare ingorghi nella vita societaria⁵⁴. Successivamente è stato sottolineato che il voto dei soci è uno

⁵² EUROPEAN COMMISSION, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward*, 21 maggio 2003, paragg. 2.1, 3.1.2.

⁵³ EUROPEAN COMMISSION, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, 16 settembre 2004, pag. 3, in <http://ec.europa.eu>.

⁵⁴ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern regulatory framework for company law in Europe*, Brussels, 4 novembre 2002, pagg. 6 s., 47 s. dove, tra l'altro, si dice "In a proper system of *corporate governance*, shareholders should have effective means to actively exercise influence over the company....Shareholders (...) are very suited to act as "watchdog" in <http://ec.europa.eu>.

dei capisaldi per una effettiva *corporate governance*. Gli organi amministrativi devono rispondere del loro operato nei confronti degli azionisti che esercitano i loro diritti innanzitutto attraverso il voto in assemblea; l'esercizio di questi diritti può essere efficace se il maggior numero possibile di soci partecipano; siccome il 30% delle azioni di società quotate in Europa sono detenute da investitori stranieri, è essenziale che anche questi partecipino effettivamente al processo decisionale⁵⁵. L'esercizio del voto transfrontaliero può essere facilitato assicurando ai non residenti: informazioni circa l'assemblea tempestive, complete (con un ordine del giorno dettagliato e la comunicazione dei documenti rilevanti) e agevolmente reperibili (anche sul sito internet dell'emittente), e la possibilità di votare agevolmente a distanza (utilizzando mezzi elettronici o per corrispondenza) o tramite il rilascio di delega senza limiti (né quantitativi, né soggettivi) circa le persone da nominare come rappresentanti, nonché eliminando il deposito preventivo delle azioni che è considerato uno dei maggiori ostacoli al voto⁵⁶. Inoltre, i diritti di porre domande, di aggiungere materie all'ordine del giorno, di proporre l'adozione di una delibera sono tra gli strumenti principali che gli azionisti hanno a disposizione per contribuire all'andamento delle assemblee e quindi per intervenire nel governo delle società⁵⁷.

⁵⁵ La crescente presenza di investitori stranieri in Europa è ovviamente il risultato della globalizzazione dei mercati finanziari e della diversificazione internazionale dei portafogli degli investitori istituzionali, vicende che esercitano una potente pressione a favore della standardizzazione dei meccanismi del diritto societario e della *corporate governance* come ricostruito da H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law*, in Gordon – Roe, *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, 2004, pag. 48 s.

⁵⁶ EUROPEAN COMMISSION, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, Second consultation document, 13 maggio 2005, par. 2 e ss., in <http://ec.europa.eu>.

⁵⁷ ID., par. 6.3.

2. LE DISPOSIZIONI PRINCIPALI DELLA DIRETTIVA 2007/36/CE

Sulla base di questi principi è stata emanata l'11 luglio 2007 la direttiva 2007/36/CE allo scopo di: rafforzare i diritti degli azionisti di partecipare all'assemblea mediante mezzi elettronici e l'esercizio del voto transfrontaliero⁵⁸; incoraggiare, attraverso la partecipazione, il controllo effettivo dei soci che è la condizione preliminare per il buon governo societario⁵⁹; proteggere gli investitori e promuovere l'esercizio agevole dei diritti di voto che non deve incontrare ostacoli⁶⁰; assicurare che tutti gli azionisti, indipendentemente dal luogo in cui risiedano, votino con cognizione di causa e perciò ricevano informazioni tempestive e rese accessibile utilizzando le moderne tecnologie⁶¹; prevedere la possibilità di iscrivere punti all'ordine del giorno secondo due regole di base, la previsione di un quorum di azionisti non superiore al 5% del capitale sociale e la possibilità che tutti gli azionisti conoscano dell'ordine del giorno modificato per prepararsi per la discussione e per votare⁶²; prevedere la possibilità di porre domande sui punti all'ordine del giorno e di ricevere risposte⁶³; facilitare la partecipazione ed il voto anche con mezzi elettronici senza restrizioni diverse da quelle necessarie a verificare l'identità degli azionisti⁶⁴; migliorare il buon governo societario anche attraverso la liberalizzazione del voto per delega, però prevedendo opportune salvaguardie contro eventuali abusi⁶⁵.

⁵⁸ Direttiva 2007/36/CE: Considerando n. 2.

⁵⁹ ID., Considerando n. 3.

⁶⁰ ID., Considerando n. 4 e n. 5.

⁶¹ ID., Considerando n. 6.

⁶² ID., Considerando n.7.

⁶³ ID., Considerando n. 8.

⁶⁴ ID., Considerando n. 9.

⁶⁵ ID., Considerando n. 10.

Di conseguenza, la direttiva⁶⁶, al fine di realizzare l'esercizio effettivo e consapevole del voto, innanzitutto, disciplina in maniera dettagliata l'informazione pre-assembleare e la convocazione dell'assemblea⁶⁷. Precisa che i diritti di un azionista di partecipare e votare in assemblea "non siano soggetti ad alcun requisito di depositare, trasferire o registrare, a nome di un'altra persona fisica o giuridica, tali azioni prima dell'assemblea" ed impone agli stati membri la determinazione del diritto di un azionista alla partecipazione ed al voto in assemblea sulla base delle azioni detenute da tale azionista ad una determinata data precedente quella dell'assemblea (c.d. data di registrazione o *record date*)⁶⁸. Inoltre, l'art. 6 prevede che gli azionisti, individualmente o collettivamente, hanno il diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno, a condizione che ciascuno di questi punti sia corredato da motivazione o proposta di delibera, ed il diritto di presentare proposte di delibera sui punti che figurano o figureranno all'ordine del giorno. Non sono previste condizioni per l'esercizio di questi diritti. Gli stati membri possono decidere che il diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno possa esercitarsi solo in assemblea annuale, a condizione però che gli azionisti abbiano comunque il diritto di convocare un'altra assemblea con un ordine del giorno comprendente almeno tutti i punti che loro hanno chiesto. Se l'esercizio di questi diritti è subordinato al possesso di una certa percentuale azionaria, questa non deve superare il 5%. Dopo l'integrazione dell'ordine del giorno, il nuovo ordine del giorno deve essere fatto conoscere a tutti per consentire la partecipazione ed il voto anche per corrispondenza o delega: il nuovo ordine del giorno deve essere reso disponibile seguendo le procedure previste per l'ordine del giorno originario. E' evidente che il diritto di aggiungere punti all'ordine del giorno e di presentare proposte di delibere consentono, nell'ottica del legislatore

⁶⁶ Per un commento generale della direttiva, cfr.: N. ABRIANI, *La direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società quotate europee*, in *Riv.dir.impresa*, 2007, pag. 233; N. ABRIANI – D. U. SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, RDS, 2007, pag. 140; L. FURGIUELE, *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 36/2007/CE*, in *Riv.dir.comm.*, 2008, I, pag. 989. Per una critica verso la politica di armonizzazione perseguita dall'Unione Europea in queste materie, cfr. L. ENRIQUES- M. GATTI, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, in <http://ssrn.com/=879804>, in particolare pag. 55

s.

⁶⁷ ID., art. 5.

⁶⁸ ID., art. 7.

comunitario, agli azionisti di influire in maniera decisiva sulle assemblee generali. Questo diritto è stato giustamente definito “una questione di principio” nelle intenzioni del legislatore comunitario⁶⁹: esso determina l’assetto dei poteri all’interno della s.p.a. per capire il quale non è sufficiente individuare semplicemente la ripartizione delle competenze ma anche in quali casi queste competenze possono essere effettivamente esercitate⁷⁰.

Inoltre l’art. 8 disciplina la partecipazione in assemblea ed il voto con mezzi elettronici tramite i quali sia possibile: la trasmissione in tempo reale dell’assemblea, la comunicazione a due vie, in tempo reale, da altra località, il voto prima o durante l’assemblea *in absentia*, cioè senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente; il ricorso ai mezzi elettronici non può essere limitato se non per ciò che sia strettamente necessario ad identificare gli azionisti e per la sicurezza delle comunicazioni elettroniche. L’art. 12 prevede che le società consentano anche il voto per corrispondenza. L’art. 9 prevede il diritto *individuale* dei soci di porre domande connesse con i punti all’ordine del giorno dell’assemblea cui la società *deve* rispondere, a meno che una risposta non sia già disponibile sul sito internet della società. L’art. 10 disciplina, liberalizzandolo, il voto per delega che può essere conferito ad una persona fisica o giuridica; non sono consentiti limiti nel conferimento di deleghe di voto se non per finalità volte a risolvere potenziali conflitti di interesse tra rappresentante e azionista; la designazione del rappresentante può avvenire anche con mezzi elettronici⁷¹. Anche il voto esercitato dagli intermediari finanziari, quali azionisti, per conto dei clienti non deve essere ostacolato se non per quanto sia necessario per consentire l’identificazione del cliente o verificare il contenuto delle istruzioni di voto⁷². Infine, il risultato del voto deve essere adeguatamente pubblicizzato sul sito internet della società⁷³.

⁶⁹ A. R. PINTO, *The European Union’s Shareholder Voting Rights Directive from an American perspective: some Comparisons and Observations*, in 32 *Fordham International Law Journal* 587, 612.

⁷⁰ S. COOLS, *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, in 30 *Del. J. Corp. L.* 697, 741 (2005).

⁷¹ Direttiva 2007/36/CE: art. 11.

⁷² ID., art. 13.

⁷³ ID., art. 14.

3. IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA IN ITALIA CON D.LGS. N. 27/2010: LE MODIFICHE APPORTATE AL CODICE CIVILE E AL D.LGS. N. 58/1998

La direttiva è stata recepita in Italia con decreto approvato dal Consiglio dei Ministri il 27 gennaio 2010 n. 27 (G.U. 5 marzo 2010) che ha introdotto importanti modifiche nel codice civile e nel d.lgs. 24 febbraio n. 58/1998.

L'art. 2370 c.c. *non* consente più alle società, le cui azioni sono ammesse alla gestione accentrata (siano esse quotate, o con azioni diffuse in misura rilevante o anche società che volontariamente aderiscono al sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione⁷⁴), di prevedere il deposito preventivo delle azioni per l'esercizio del voto; inoltre esso precisa che possono intervenire in assemblea, non più solo gli azionisti ma, con formula più ampia, "coloro ai quali spetta il diritto di voto". Coerentemente anche l'art. 2373 c.c. in materia di conflitto d'interessi del socio è stato modificato nel senso di prevedere l'impugnazione della delibera approvata con il voto determinante "di coloro" che abbiano un interesse in conflitto e non più "dei soci". I limiti di cui all'art. 2372 c.c., previsti per le deleghe di voto, non sono più applicabili alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati diverse dalle società cooperative. L'art. 2367 c. 1 c.c. sul potere di chiedere la convocazione dell'assemblea differenzia, quanto a quorum previsto, tra società aperte e chiuse; per queste ultime resta il quorum precedente di 1/10 del capitale sociale, mentre per le società che fanno ricorso al capitale di rischio il quorum è stato ridotto ad almeno 1/20 del capitale sociale anche se lo statuto può prevedere una percentuale minore. L'esercizio del diritto di convocazione è stato facilitato in ottemperanza alla direttiva che, come visto, consente una percentuale (laddove gli stati membri volessero prevederla) non superiore al 5% del capitale sociale. Resta tuttavia il limite dell'art. 2367 u.c. c.c. che non ammette, indifferentemente per società aperte e chiuse, il potere dei soci di richiedere la convocazione "per argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta".

⁷⁴ Cfr. N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, in corso di pubblicazione su *Banca, Borsa*, par. 3.

Nel d.lgs. n. 58/1998 vengono innanzitutto riunite e riordinate tutte le disposizioni riguardanti la gestione accentrata di strumenti finanziari tanto in regime di dematerializzazione (artt. 83-*bis* s.), che di strumenti finanziari rappresentati da titoli (artt. 85 s.)⁷⁵. Inoltre l'art. 83-*sexies* c. 2 introduce, per le società italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione europei, la c.d. *record date* secondo cui la legittimazione all'intervento e al voto viene determinata, con comunicazione dell'intermediario all'emittente, sulla base delle evidenze relative al termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea, con la conseguenza che successive registrazioni in accredito o *in addebito* non rilevano ai fini della legittimazione. Di conseguenza, la legittimazione all'esercizio del diritto di voto può spettare a chi non è *più* socio al momento della riunione assembleare. Il diritto di voto cessa di essere prerogativa esclusiva del socio (perciò gli artt. 2370 e 2373 c.c. sono stati modificati nel senso sopra visto); esso viene ad acquistare, secondo la ricostruzione di una certa dottrina, una valenza organizzativa poiché riverbera i suoi effetti sulla deliberazione assembleare che è un fatto avente altrettanta valenza organizzativa⁷⁶. Inoltre si ricorda che l'art. 7 c. 1, lett. b) della direttiva impone agli stati membri di assicurare che il diritto di vendere o trasferire azioni, nel periodo intercorrente tra la *record date* e la riunione assembleare, *non* venga limitato. In ottemperanza a questa regola, da un lato l'art. 83-*sexies* d.lgs. n. 58/1998 implicitamente non consente la limitazione della cessione delle azioni, nel periodo indicato, per le società italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o nei sistemi multilaterali di negoziazione⁷⁷. Dall'altro, il divieto di limitare la cessione è rafforzato dall'art. 127-*bis* che, al fine di non ostacolare, in pratica, la circolazione delle azioni nel periodo intercorrente tra la *record date* e la riunione assembleare, considera il soggetto a cui favore sia effettuata la registrazione

⁷⁵ Per un approfondimento di questi temi, cfr. ID., parag. 2.

⁷⁶ Cfr. L. FURGIUELE, *op.cit.*, pag. 1006 la quale richiama le tesi già sostenute, con riferimento al voto in generale, da P. FERRO LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1993, pag. 52, 56.

⁷⁷ Siccome tale possibilità è esplicitamente prevista dallo stesso art. 83-*sexies* c. 3 d.lgs. n. 58/1998 per le società diverse da quelle menzionate nel testo, deve argomentarsi, con ragionamento *a contrario*, che la limitazione alla cessione delle azioni non è consentita, anche in ottemperanza all'art. 7 c. 1, lett. b) della direttiva come si diceva, alle società italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o nei sistemi multilaterali di negoziazione.

delle azioni dopo la *record date*, “assente” ai fini dell’impugnativa della delibera e “non avente concorso alla deliberazione” ai fini dell’esercizio del diritto di recesso. Se non fossero state introdotte queste disposizioni, la partecipazione azionaria sarebbe risultata “menomata” non solo della prerogativa del voto ma anche dell’impugnativa e del recesso⁷⁸. Il risultato è che si realizza una *scissione* relativamente alla stessa partecipazione azionaria la quale può essere utilizzata sia per il voto (di chi risulta socio al momento della *record date*) che per esercitare il recesso o impugnare la delibera (da parte del cessionario delle azioni nel periodo intercorrente tra la *record date* e l’adunanza assembleare)⁷⁹.

Secondo l’art. 83-*duodecies* gli statuti possono prevedere che l’emittente, in qualunque momento, possa richiedere agli intermediari l’identificazione degli azionisti (e cioè la comunicazione dei nominativi dei titolari dei conti in cui sono registrate le azioni purché questi non abbiano negato espressamente la comunicazione dei propri dati⁸⁰); la richiesta può essere presentata anche su istanza di una minoranza qualificata dei soci; gli oneri ricadono sull’emittente richiedente e, in caso di istanza dei soci, vengono ripartiti.

Passando alle modifiche introdotte con specifico riferimento al funzionamento dell’assemblea di società quotate, bisogna segnalare l’art. 125-*bis* d.lgs. n. 58/1998 che ora prevede quattro diversi termini di convocazione dell’assemblea, a seconda delle materie oggetto di trattazione: il termine generale resta di trenta giorni, diventa quaranta giorni se

⁷⁸ Cfr. L. FURGIUELE, *op.cit.*, pag. 1013.

⁷⁹ In questo senso cfr. R. WEIGMANN, *L’attuazione della direttiva comunitaria sulla tutela degli azionisti*, Relazione presentata al convegno “La riforma del diritto societario: un primo bilancio”, organizzato dall’Associazione Gian Franco Campobasso e dall’Università di Roma “Tor Vergata”, Villa Mondragone (Monte Porzio Catone, Roma), 10-11 aprile 2010. Cfr. inoltre L. FURGIUELE, *op.cit.*, pag. 1004 s. (ove riff.). Entrambi rilevano l’esistenza di altre situazioni del genere nel nostro ordinamento, in particolare l’art. 2352 c.c., in materia di pegno ed usufrutto di azioni. D’altronde la dottrina aveva già teorizzato, da un punto di vista generale, innanzitutto la distinzione tra inscindibilità della partecipazione azionaria e scissione della partecipazione azionaria derivante da una pluralità di indici di legittimazione, ritenendo che è aprioristico esigere un unitario “indice di legittimazione utilizzabile per tutti i diritti sociali” ed ipotizzando invece “l’eventualità che, essendo diversi gli indici di legittimazione, lo stesso soggetto si trovi in condizione di potere esercitare solo alcuni di quei diritti e non altri”: cfr. C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 1994, vol. 2*, pagg. 101, 258 s.

⁸⁰ Per una critica circa il riconoscimento di un “diritto all’anonimato”, cfr. N. DE LUCA, *op.cit.*, par. 4.

l'assemblea viene convocata per l'elezione dei membri dell'organo amministrativo o di controllo, e ventuno giorni se le materie dell'ordine del giorno consistono nei provvedimenti da prendere nel caso di riduzione del capitale sociale ai sensi degli artt. 2446 e 2447 c.c. e per la nomina dei liquidatori ai sensi dell' art. 2487 c.c. Infine il termine di convocazione dell'assemblea è di quindici giorni se all'ordine del giorno è prevista l'adozione di misure difensive ai sensi dell'art. 104 d.lgs. n. 58/1998. In tutti i casi l'avviso (il cui contenuto è specificamente previsto dallo stesso art. 125-bis) deve essere pubblicato sul sito internet della società e con le altre modalità che saranno previste dalla Consob. Sul sito internet inoltre verranno pubblicate le relazioni predisposte dall'organo di amministrazione o dai soci nel caso in cui questi richiedano la convocazione (art. 125-ter) e tutte le informazioni elencate nell'art. 125-quater tra cui anche quelle, post-assembleari, riguardanti l'esito del voto.

Il diritto di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno è previsto dall'art. 126-bis d.lgs. n. 58/1998 il cui quorum resta quello di 1/40 già ampiamente in linea con la direttiva. Restano perciò due quorum diversi a seconda se si tratti di richiesta di convocazione dell'assemblea o di integrazione dell'ordine del giorno: il secondo strumento di partecipazione ai processi decisionali della società è più facilitato rispetto al primo, è più agevolato dal legislatore italiano; il legislatore comunitario non prevede una distinzione in quanto, in entrambi i casi, è previsto lo stesso quorum eventuale e massimo del 5% (ma ovviamente sono consentite deroghe *in melius* per gli azionisti *ex art. 3 direttiva 2007/36/CE*). Probabilmente il legislatore italiano ha mantenuto la percentuale di 1/40 già prevista perché, diversamente, un'omologazione con il quorum di 1/20 avrebbe significato, nel nostro ordinamento, una limitazione della richiesta di integrazione dell'ordine del giorno. Poteva naturalmente equipararli, facilitando l'esercizio dei due strumenti di partecipazione al processo decisionale, e quindi ulteriormente ridurre il quorum per le società aperte di cui all'art. 2367 u.c. ad 1/40; ma non ha pensato di provvedere in questo senso. L'art. 126-bis inoltre modifica i termini di presentazione della richiesta al fine di facilitare l'esercizio del diritto ma mantiene il limite già previsto, che riproduce la disposizione dell'art. 2367 u.c., secondo cui "L'integrazione dell'ordine del giorno ai sensi del comma 1, non è ammessa per gli argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi

predisposta, diversa da quelle di cui all'articolo 125-ter, comma 1⁸¹. L'art. 125-ter c. 1 prevede una disposizione di natura residuale secondo cui: "Ove già non richiesto da altre disposizioni di legge, l'organo di amministrazione entro il termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea mette a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet della società, e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento, una relazione sulle materie all'ordine del giorno". Tuttavia, l'art. 125-ter c. 3 prevede che: "Nel caso di convocazione dell'assemblea ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile, la relazione sulle proposte concernenti le materie da trattare è predisposta dai soci che richiedono la convocazione dell'assemblea. L'organo di amministrazione mette a disposizione del pubblico la relazione, accompagnata dalle proprie eventuali valutazioni, contestualmente alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea con le modalità di cui al comma 1". La stessa disposizione è ripetuta dall'art. 126-bis c. 4 nel caso di richiesta di integrazione dell'ordine del giorno.

Cerchiamo innanzitutto di capire cosa sia questa "relazione" che i soci, che richiedono la convocazione dell'assemblea o l'integrazione dell'ordine del giorno, devono predisporre e presentare all'organo di amministrazione che dovrà pubblicarla, accompagnandola da eventuali proprie valutazioni. Di una "relazione" dei soci proponenti non vi è alcuna traccia nella direttiva, né nei lavori preparatori comunitari. Peraltro abbiamo detto che secondo la direttiva, questi fondamentali diritti dei soci di richiedere la convocazione dell'assemblea e l'integrazione dell'ordine del giorno non possono incontrare alcun limite o ostacolo. Di conseguenza la "relazione", nel caso di richiesta di integrazione dell'ordine del giorno, non potrà che essere, a mio avviso, "la motivazione o la proposta di delibera da adottare in assemblea" ai sensi dell'art. 6 parag. 1 lett. a) della direttiva 2007/36/CE; i soci che vogliono chiedere un'integrazione dell'ordine del giorno devono individuare la materia, presentare un testo di delibera di cui si propone l'adozione ed eventualmente la *motivazione* a sostegno della loro richiesta che spesso può diventare vera e propria relazione e che comunque è necessaria anche ai sensi degli artt. 114 e 115 d.lgs. n. 58/1998, ai fini della trasparenza verso il mercato, in quanto spesso la richiesta di convocazione o di integrazione dell'ordine del giorno ha come fondamento una serie di circostanze di fatto o di considerazioni anche critiche in materia gestionale la cui conoscenza è fondamentale da parte di tutti i soci per un voto

⁸¹ Art. 126-bis d.lgs. n. 58/1998 c.3.

consapevole. Ma, al di là della motivazione, credo non si possa interpretare il termine “relazione” attribuendo ad essa un contenuto prettamente tecnico, ad esempio richiedendo che venga redatta da un esperto, perché altrimenti si graverebbe i soci di un onere non previsto dalla direttiva, limitandone il diritto. Analogo discorso vale per quanto riguarda la richiesta di convocazione dell’assemblea: la “relazione” non può che essere, a mio avviso, la “proposta di delibera” sui punti che figurano o figureranno nell’ordine del giorno, cioè il testo della delibera che si propone di adottare ed eventualmente la sua motivazione. Parimenti non credo si possa pretendere dai soci un documento dal contenuto tecnico o redatto da un esperto per non gravare i soci di un onere che finisce con il limitare l’esercizio di questo diritto che invece, secondo i Considerando e gli articoli della direttiva come visto, non può incontrare né limiti, né ostacoli che non siano eventualmente quelli del quorum. Un’interpretazione diversa sarebbe a mio avviso in contrasto con la direttiva.

Passando ora ad analizzare l’esclusione del diritto di convocazione e di richiesta di integrazione dell’ordine del giorno di cui all’art. 2367 u.c. c.c., ripetuto dall’art. 126-bis d.lgs. n. 58/1998, con l’aggiunta della locuzione secondo cui l’esclusione riguarda gli argomenti sui quali l’assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori o sulla base di un progetto o di una relazione da essi predisposta “*diversa da quelle di cui all’articolo 125-ter, comma 1*”, essa serve a chiarire e delimitare, a mio avviso, la *ratio* di questa esclusione che non può essere quella di garantire l’assunzione di decisioni consapevoli come sostenuto da qualche autore all’indomani della riforma del diritto societario⁸². Per le società quotate questa esigenza era già perseguita dalla normativa secondaria ed ora è assicurata dall’art. 125-ter c.1 d.lgs. n. 58/1998. Invece il nuovo testo conferma l’interpretazione già proposta da qualche autore secondo cui il diritto dei soci di convocare o richiedere l’integrazione dell’ordine del giorno è escluso negli unici casi in cui *per legge* la delibera presuppone un “progetto o una relazione” che devono essere predisposti dagli amministratori⁸³. La *ratio* dell’esclusione cioè è di natura prettamente tecnica: se manca la relazione o il progetto, l’assemblea non può deliberare.

⁸² Cfr. P. FIORIO, *Commento sub art. 2367*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Torino, 2004, vol. * artt. 2325-2409 c.c., pagg. 507, 516; S. PESCATORE, *La società per azioni*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Buonocore, Torino, 2003, pag. 51.

⁸³ In particolare C. MONTAGNANI, *Commento sub art.2367*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini, Stagno D’alcontres, Napoli, 2004, pag. 479 s.

Una diversa interpretazione produrrebbe limiti o contenuto incerti che non sono consentiti, per le società quotate, all'indomani della direttiva. Né, sicuramente con riferimento alle società quotate, è consentito, a mio avviso, ritenere che la possibilità di una convocazione da parte dei soci è, a seguito dell'art. 2367 u.c., praticamente ridotta ai casi di assemblea che deve riunirsi per deliberare su nomina, revoca e fissazione del compenso degli organi amministrativi e di controllo (a seconda del modello adottato) oltre che per modificare il regolamento assembleare⁸⁴.

L'art. 127 d.lgs.n. 58/1998 delega alla Consob la regolamentazione del voto per corrispondenza, del voto elettronico e dello svolgimento dell'assemblea secondo modalità che consentano l'intervento con mezzi di telecomunicazione. Bisogna tuttavia sottolineare che la disposizione relativa allo svolgimento dell'assemblea secondo modalità che consentano la partecipazione ed il voto *in absentia*, cioè senza intervenire fisicamente e quindi anche (e soprattutto) mediante l'utilizzo di mezzi elettronici, che costituisce il fulcro della disciplina in quanto precipuamente indirizzata a facilitare e perciò incentivare il voto transfrontaliero o comunque a distanza, ha natura dispositiva. La scelta di prevedere una norma di carattere dispositivo, su questo punto, appartiene già al legislatore comunitario: l'art. 8 della direttiva recita che "Gli stati membri *consentono* alle società" di offrire forme di partecipazione in assemblea con mezzi elettronici; coerentemente, l'art. 2370 c. 4 c.c. prevede che "Lo statuto *può* consentire l'intervento" in assemblea ed il voto attraverso mezzi elettronici. Perciò l'effettivo utilizzo dei mezzi elettronici per lo svolgimento delle assemblee, la partecipazione ed il voto a distanza dipenderà dalla decisione effettuata dalle singole società quotate. Certamente una scelta innovativa sul punto è sicuramente destinata ad attrarre maggiori investimenti stranieri; la concorrenza tra le società si giocherà in ambito comunitario anche con riferimento ad una disposizione del genere contenuta negli statuti che è sintomatica (insieme ad altre disposizioni naturalmente) di un governo societario attento ed aperto alla partecipazione del maggior numero possibile di azionisti, anche non residenti.

⁸⁴ Erano questi i casi individuati, subito dopo la riforma del diritto societario, su cui i soci della S.p.A (in generale) si è ritenuto potessero ancora chiedere la convocazione ai sensi dell'art. 2367 u.c. c.c., cfr.: B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno a cura del Centro Nazionale di prevenzione e difesa sociale, Milano, 2003, pagg. 139, 140; F. PASQUARIELLO, *Commento sub art. 2367*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, vol I, pagg. 459, 461 s.

L'art. 127-ter d.lgs. n. 58/1998 prevede il diritto di ciascun azionista di porre domande connesse con i punti all'ordine del giorno in assemblea, cui la società *deve* rispondere. A questo proposito bisogna rilevare che, mentre la direttiva localizza nell'assemblea il luogo per eccellenza in cui la società risponde alle domande poste dagli azionisti, a meno che le informazioni pertinenti siano già disponibili sul sito internet della società⁸⁵, l'art. 127-ter prevede che alle domande si dia risposta "al più tardi durante" l'assemblea, sembrando perciò legittimare, limitandosi ad un'interpretazione letterale, le risposte date dalla società ai soli soci richiedenti prima dell'assemblea ed in una forma diversa dalla pubblicazione sul sito internet della società, ovverosia in privato. Un'interpretazione del genere non sarebbe a mio avviso corretta posto che la *ratio* del diritto di porre domande è quella di favorire l'informazione *in* assemblea e perciò in definitiva il dibattito assembleare (anche se virtuale) e non il dialogo tra singoli soci e società⁸⁶. Anzi può osservarsi che l'art. 127-ter d.lgs. n. 58/1998 riconosce finalmente il diritto dei soci all'informazione assembleare dopo che per anni il legislatore si era dedicato esclusivamente all'informazione al mercato o, al più, all'informazione pre-assembleare⁸⁷; se poniamo mente ai Considerando della direttiva, possiamo renderci conto che l'informazione è concepita

⁸⁵ L'art. 9 parag. 2 direttiva 2007/36/CE consente agli Stati membri di adottare misure, nella disciplina del "diritto di porre domande e dell'obbligo di rispondere", per garantire, tra le altre cose, "il corretto svolgimento dell'assemblea, la sua preparazione"; peraltro, come detto nel testo, le domande, recita lo stesso art. 9 parag. 1, devono essere "connesse con i punti all'ordine del giorno". Perciò dalla lettera delle disposizioni può desumersi che il luogo deputato alla risposta è l'assemblea, se le informazioni non sono già state pubblicate sul sito internet della società.

⁸⁶ Scriveva M. FOSCHINI, *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano, 1959, pag. 152 che "il diritto di informazione, inteso in senso stretto come diritto dell'azionista di richiedere ed ottenere informazioni e chiarimenti dagli organi sociali obbligati per legge, si esercita propriamente in assemblea".

⁸⁷ Cfr. U. BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società per azioni quotate (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Riv.soc.*, 2000, pagg. 828, 856 s. il quale nell'interpretare il Testo Unico della Finanza concludeva che l'art. 130 si risolve nel riconoscimento di un "diritto di informazione *pre-assembleare*" mentre invece mancava una qualsiasi disciplina dell'informazione *assembleare*; scelta non casuale del legislatore bensì motivata dal ripensamento del ruolo dell'organo assembleare, più momento e luogo deputato alla verifica della maggioranza che momento e luogo deputato a far maturare consapevoli scelte gestionali; il legislatore del Tuif cioè aveva concluso che l'informazione assembleare "non meritava un *autonomo* riconoscimento". Sulla ricostruzione del dibattito dottrinale in tema di diritto di informazione del socio cfr. *Ibidem*, pag. 832 s. ove ampi riff.

come strumento di governo societario da utilizzare *nelle* assemblee delle società quotate.

L'art. 127-*quater* consente agli statuti di riconoscere un dividendo maggiorato (non superiore al 10%) per le azioni detenute dal medesimo azionista per un periodo continuativo previsto nello statuto (non inferiore ad 1 anno). Questa disposizione non è prevista dalla direttiva n. 36/2007/CE ma è stata introdotta al fine di “incentivare l’investimento di lungo periodo dei piccoli azionisti, presupposto per un loro maggiore coinvolgimento all’esercizio dei diritti sociali”⁸⁸.

La Sez. II-*ter* d.lgs n. 58/1998 disciplina le deleghe di voto. Il Ministero della Giustizia con regolamento, sentita la Consob, dovrà stabilire le modalità di conferimento elettronico della delega. Inoltre essendo stati eliminati dall'art. 2372 u.c. c.c. i limiti quantitativi e soggettivi previsti, è consentito delegare il voto anche a soggetti portatori di un conflitto di interessi. L'art. 135-*decies* elenca i soggetti, persone fisiche o giuridiche, per i quali l'esistenza di un conflitto di interessi si presume; la presunzione è assoluta. Il riferimento è ai vari rapporti di controllo e collegamento o influenza notevole rispetto alla società, ai membri degli organi di amministrazione e di controllo, ai dipendenti e revisori, ai rapporti di parentela ed ai rapporti di lavoro autonomo, subordinato o di natura patrimoniale. In questi casi però la delega è consentita purché il socio dia “specifiche istruzioni di voto” al rappresentante per ciascuna delibera in relazione alla quale dovrà votare per conto del socio. Inoltre, salvo che lo statuto disponga diversamente, le società con azioni quotate dovranno designare per ciascuna assemblea un rappresentante cui i soci possono conferire una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno; la delega ha effetto solo se siano conferite istruzioni di voto (art. 135-*undecies*). Perciò al fine di promuovere il voto degli azionisti anche la disciplina delle deleghe di voto viene liberalizzata; tuttavia, opportunamente, nei casi di conflitto di interesse il voto non può essere esercitato se non sono ricevute precise istruzioni⁸⁹.

⁸⁸ Cfr. Relazione di accompagnamento al Decreto legislativo “Recepimento della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, in attuazione della delega di cui all'articolo 31 della legge 7 luglio 2009, n.88”, pag. 10.

⁸⁹ Per una critica verso il sistema americano che, come noto, da sempre conosce le deleghe di voto a favore degli amministratori la cui disciplina (che non prevede i limiti, relativamente alle istruzioni di voto, introdotti nel nostro ordinamento) ha sicuramente contribuito ad aumentare a dismisura il potere del management e a marginalizzare quello

Infine anche la disciplina della sollecitazione viene modificata al fine di facilitarne l'utilizzo: gli artt. 139 e 140 d.lgs. n. 58/1998 vengono abrogati. Cade così la figura del committente che doveva, secondo la previgente disciplina, conferire l'incarico di sollecitazione all'intermediario, e viene abolita la riserva di legge a favore degli intermediari finanziari quali unici soggetti abilitati alla sollecitazione. Chiunque può essere promotore della sollecitazione della delega di voto ma la sollecitazione continua a dovere essere effettuata mediante la diffusione di un prospetto e di un modulo di delega. Diversa la disciplina dell'associazione di azionisti, anch'essa modificata dal nuovo art. 141 d.lgs. n. 58/1998, che non costituisce sollecitazione neanche se viene superato il limite di duecento azionisti previsto dall'art. 136 c. 1, lett. b) d.lgs. n. 58/1998. Peraltro poiché il conferimento di deleghe non può essere soggetto a limiti soggettivi e quantitativi, le associazioni di azionisti potranno svolgere la loro attività di raccolta di deleghe anche al di fuori del perimetro degli associati⁹⁰, nel qual caso però si applica la disciplina generale di cui all'art. 136 c. 1 lett. b) secondo cui se la richiesta di conferimento di deleghe è effettuata a più di duecento azionisti (che non siano associati) diventa sollecitazione (arg. da art. 141 c. 2 d.lgs. n. 58/1998).

della componente azionaria, cfr. I.O. BOLODEOKU, *A Critique of the Theories Underpinning Proxy Solicitation by the Board of Directors*, in [2001] *J.B.L.* 377 (*passim*) (ove rife. anche alle tesi contrarie, favorevoli alle deleghe di voto agli amministratori). Le critiche constano fondamentalmente dei seguenti punti: il ruolo del management nella raccolta delle deleghe di voto gioca un impatto negativo sulla distribuzione dei poteri tra amministratori e azionisti ed ha reso molto difficile da realizzare la responsabilizzazione degli amministratori; i costi di agenzia aumentano se gli amministratori possono raccogliere ed esercitare le deleghe perché per i soci è molto più complicato e dispendioso controllare il management; il dominio del management nella raccolta delle deleghe ha distrutto gli obiettivi politici che la legislazione americana pur aveva perseguito nel conferire alcuni poteri ai soci; il sistema della raccolta delle deleghe è uno dei punti fondamentali della *corporate governance* che cerca di assicurare la responsabilizzazione del management; è perciò essenziale salvaguardare il voto dei soci eliminando le pratiche che consentono al management di distruggere il valore di quel voto. L'auspicio è che la disciplina introdotta su impulso della direttiva comunitaria consenta di eliminare questi problemi, allo stesso tempo incentivando il voto dei soci.

⁹⁰ Relazione di accompagnamento al Decreto legislativo "Recepimento della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, pag. 12.

4. CONCLUSIONI: IL POTENZIAMENTO DELLA VOICE DELLE MINORANZE

La direttiva si pone in controtendenza rispetto alla pur recente riforma italiana del diritto societario che aveva, nella disciplina generale applicabile a tutte le società per azioni (quotate e non quotate), voluto svalutare le competenze ed il ruolo dell'assemblea secondo quanto dichiarato nella Relazione di accompagnamento della riforma e sottolineato nei primi commenti. La riforma del diritto societario non ha visto più l'assemblea "come momento di informazione e dibattito sulle vicende societarie", ma solo e con molti limiti "come sede di formazione della volontà della società"⁹¹. I limiti derivano dalla circostanza per cui, trattandosi nel capitalismo italiano di società a struttura proprietaria concentrata e tenendo in mente gli inevitabili rapporti tra socio di controllo e management, l'assemblea sarebbe praticamente inutile o semplicemente di peso, essendo scontato e più che pacifico il suo esito⁹². Motivazioni di carattere pragmatico dunque hanno giustificato il nuovo assetto di poteri che si è voluto sancire all'interno della società per azioni: la presa d'atto del ruolo assolto dalle riunioni assembleari nella pratica e la decisione di politica legislativa di assecondare (invece che, come sarebbe stato in teoria possibile, bilanciare) la struttura proprietaria italiana. La stessa possibilità generalizzata di cui all'art. 2370 u.c. di votare per corrispondenza, e cioè senza intervenire fisicamente, doveva essere letta come una conferma (tra le tante che offre la riforma) della "decisa riduzione del ruolo della discussione assembleare" e "quindi del suo significato in merito alla formazione dei

⁹¹ Così C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, pag. 99.

⁹² Cfr. B. LIBONATI, *Assemblea e patti parasociali*, in *La riforma del diritto societario* a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano, 2003, pagg. 139, 142, 143. Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Nuovo ruolo dell'assemblea?*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, t. I, pag. 99, per un "florilegio di giudizi recenti sull'assemblea", da parte di vari esponenti della dottrina e del capitalismo italiani, quali "squallido rituale", "perdita di tempo", "ritrovo di disturbatori professionisti e di mitomani", "platea di fantasmi" etc. Cfr. inoltre G. COTTINO, *Relazione di sintesi*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, a cura di Rescigno, Sciarrone Alibrandi, Milano, 2004, pagg. 317, 330 il quale sostiene che la riforma "prende quindi puramente e semplicemente atto dello stato delle cose, del dato cioè che prima e dopo il 2003 a governare la società fossero e siano gli amministratori e non i soci e se mai, attraverso essi, il gruppo di comando".

convincimenti interni dei soci che partecipano al voto”⁹³: se le maggioranze sono per lo più precostituite, prima dell’assemblea, è naturale che la discussione, ancor prima del voto, è irrilevante. Più in generale, dalle disposizioni in materia, si è definitivamente riconosciuto “di quanto sia poco plausibile ogni discorso che volesse ancora parlare di una “democrazia azionaria”” nel senso di “assicurare anche alle minoranze una piena tutela della *par condicio* nei modi di partecipazione ai processi decisionali”⁹⁴. Cioè la nuova struttura oligarchica della s.p.a. introdotta con la riforma ha messo “in discussione, almeno nei suoi risvolti e approdi concreti, la visione partecipativa e paritaria dei soci”⁹⁵.

Ebbene lo studio Georgeson – Ceradi non fa che confermare nei suoi dati l’esattezza delle precedenti affermazioni: nel 2009 la media di capitale azionario, detenuta dagli investitori strategici da soli, ha raggiunto il 44,87% del capitale sociale, una quota prossima alla maggioranza assoluta; in 15 delle maggiori 35 società quotate sulla Borsa Italiana, gli azionisti strategici

⁹³ Cfr. C. ANGELICI, op.cit., pagg. 140, 143. Vanno nella stessa direzione le modifiche apportate alla disciplina delle invalidità delle delibere assembleari (v. ad es. l’art. 2377 c. 1, n. 5), l’espressa strumentalizzazione del diritto d’intervento al diritto di voto (art. 2370 c.c.), e più in generale il potenziamento del potere di *exit* del socio, giudicato uno strumento di maggiore efficacia per la sua tutela, ed il parallelo ridimensionamento del potere di *voice*, in quanto il socio non sarebbe comunque in grado di contribuire alla formazione delle scelte sociali: cfr. IBIDEM, pagg. 85 s., 131 s. per un approfondimento. A proposito del ruolo della discussione basti ricordare che si riteneva che la deliberazione, nelle assemblee delle persone giuridiche in generale, dovesse essere la risultante “di una discussione e di un contraddittorio utili alla reciproca informazione e chiarificazione fra i soci” per realizzare quella diretta influenza ed integrazione reciproca delle opinioni, delle determinazioni individuali che è la prima caratteristica del metodo collegiale; la discussione era una fase essenziale di questo metodo tanto da determinare la nullità della clausola statutaria che la sopprimeva; e per questa ragione si vietava, in principio, il voto per corrispondenza: cfr. F. GALGANO, *Delle persone giuridiche*. Art. 11-35, in *Comm. cod. civ. Scialoja – Branca*, Bologna – Roma, 2006, pag. 328 s. ove rife. La riforma del diritto societario cambia radicalmente questa visione. Per dirla con le espressioni utilizzate da G. COTTINO, *Diritto societario*, op.cit., pag. 346 la riforma si caratterizzerebbe per l’ “accentuazione oligarchica della struttura societaria che esalta, nel nome di una efficace *governance*, i poteri forti, il momento gestorio rispetto a quello deliberativo, il ruolo delle maggioranze o minoranze di comando rispetto agli azionisti minimi, e della società capogruppo nei rapporti con le sue controllate... La vocazione oligarchica può anche formalmente rafforzarsi con l’adozione del dualistico e monistico: nel primo caso l’assemblea ha ancora meno poteri, nel secondo non sceglie i controllori”.

⁹⁴ C. ANGELICI, op.cit., pagg. 143, 144.

⁹⁵ Cfr. G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova 2006, pag. 346.

possiedono una percentuale di capitale azionario superiore al 50%; in 19 delle maggiori 35 società quotate gli azionisti strategici possiedono tra il 20% e 50% del capitale azionario, cioè controllano sia l'assemblea ordinaria che straordinaria, in altre parole non hanno bisogno del voto di nessun altro socio per approvare una qualunque delibera⁹⁶.

In questo scenario il nostro ordinamento ha appena attuato la direttiva n. 36/2007/CE che invece cerca di monitorare e bilanciare il potere dei soci di controllo affidando questo compito ai diritti/poteri di iniziativa e di *voice* delle varie minoranze⁹⁷: azionisti organizzati ed interessati alla gestione, persone fisiche disorganizzate ed inesperte, investitori istituzionali. Tra queste minoranze la posizione di rilievo, in conformità con la tendenza già espressa dal d.lgs. n. 58/1998, non può che essere attribuita alle minoranze organizzate e qualificate piuttosto che agli azionisti disorganizzati ed inesperti; ed è agli investitori istituzionali e agli azionisti organizzati ed interessati alla gestione cui il legislatore ha voluto affidare “le sorti della democrazia azionaria del terzo millennio”⁹⁸.

La domanda è se la nuova disciplina basterà a superare il “luogo comune dell'inutilità dell'assemblea”⁹⁹.

A questo proposito bisogna rilevare e sottolineare alcuni fondamentali fattori che emergono dalla ricerca Georgeson – Ceradi. Essa mostra, rispetto al 2005, un *decremento* delle posizioni detenute dall'azionariato strategico (dal 49,03% si è passati al 44,87%) ed un *incremento* delle partecipazioni detenute dagli investitori istituzionali esteri che hanno aumentato, di quasi 5 punti, la loro presenza percentuale media nelle società FTSE Mib nello stesso periodo. Inoltre se si guarda alla partecipazione in assemblea, l'unico dato incoraggiante deriva proprio dagli investitori istituzionali stranieri che mostrano la maggiore propensione a partecipare all'evento assembleare: l'incidenza della loro partecipazione è salita dal 6,40% del 2005 al 16,10% del 2009, mentre l'intensità di partecipazione è aumentata dai 16 punti

⁹⁶ Secondo il livello di quorum deliberativo medio, registrato durante la stagione assembleare del 2009.

⁹⁷ Come detto da N. ABRIANI – D.U. SANTOSUOSSO, op.cit., pag. 140, la direttiva “amplia la capacità di controllo e di intervento dell'azionariato potenzialmente attivo”

⁹⁸ Secondo l'espressione in ID., p. 141.

⁹⁹ L'espressione è di G. VISENTINI, *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, pag. 366. Per un'esposizione dei vari argomenti addotti dalla dottrina italiana e straniera orientati a guardare con particolare sfavore al coinvolgimento degli azionisti nelle decisioni d'impresa e per una loro critica, cfr.: P. ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Tratt. soc. per az.*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 1997, vol. 3*, pag. 31 s.

percentuali a più di 37 nel 2009. Peraltro se si pone mente a recenti vicende accadute nel nostro paese, la loro partecipazione non è stata solo numericamente significativa ma anche qualitativamente tale: si pensi all'attivismo mostrato dall'*hedge fund* britannico, Algebris Investment, nella Società Generali ed alla larga eco che esso ha generato nella opinione pubblica. Questo attivismo è stato molto ben accolto dal mercato (nonostante l'intervento nell'assemblea della società Generali Assicurazioni non abbia prodotto alcun risultato tangibile): dopo la campagna per migliorare la *corporate governance* in Generali, il fondo ha visto incrementare del 20% il portafoglio raccolto. La partecipazione assembleare da parte degli investitori istituzionali stranieri è destinata ad aumentare sia per una questione di regole (come visto nella Parte I, la SEC obbliga i fondi americani a rendere pubbliche le politiche di voto inerenti alle società in cui investono¹⁰⁰ e uguale comportamento è preteso dalla *Institutional Shareholders' Committee* con riferimento ai fondi britannici¹⁰¹), che per effetto della crisi economica in quanto i fondi devono giustificare ogni mancanza di ritorno economico dai propri investimenti laddove, partecipando, c'è la possibilità di correggere una gestione poco efficiente. Il recepimento della direttiva sicuramente facilita e rende meno costosa questa partecipazione. Peraltro, a seguito del recepimento della direttiva, i risultati del voto dovranno essere pubblicati sul sito della società dopo l'assemblea, come visto; ciò consentirà una valutazione delle politiche di voto perseguite (o non perseguite) anche dai fondi comuni o dagli altri investitori istituzionali italiani i quali, come mostra la ricerca Georgeson – Ceradi, brillano per la scarsissima propensione al voto, addirittura diminuita nel 2009 rispetto al 2005 (l'intensità media di partecipazione è scesa dal 31,65% al 21%), nonostante il diritto di voto incida anche sul prezzo pagato per le azioni come recita il Considerando n. 3 della direttiva 2007/36/CE. Il dato relativo agli investitori istituzionali italiani è sorprendente se pensiamo che negli altri paesi risulta che sono gli investitori stranieri a votare meno di quelli domestici (e difatti una delle ragioni dell'emanazione della direttiva è

¹⁰⁰ Cfr., SEC, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, Release No. IC-25922 (Jan. 31, 2003).

¹⁰¹ Cfr. *Institutional Shareholder Committee – The Responsibilities of Shareholders and Agents – Statement of Principles* (Sept. 2005); per un approfondimento, cfr. D.D. PRENTICE, *Report on UK*, pag. 34, in *The European Corporate Law Study Group, Public Companies Limited by Shares and Financial Systems: National Models and European Integration*, in <http://www.LUISSarchivioceradi.it>.

stata proprio questa)¹⁰²; da noi invece avviene il contrario e bisognerebbe approfondire il perché di questa anomalia.

In definitiva siccome il sistema finanziario italiano è un *insider system* a proprietà concentrata, al fine di migliorare la *corporate governance* è necessario bilanciare il potere dei soci di controllo e del management. Questo compito è affidato precipuamente alle varie minoranze azionarie e tra gli strumenti figura, a mio avviso, anche la nuova disciplina dell'assemblea che aumenta i poteri dei soci di partecipare ai processi decisionali (sia proponendo l'adozione di delibere, che integrando l'ordine del giorno, che votando più agevolmente, che ponendo domande) e la trasparenza sia per quanto riguarda le informazioni pre-assembleari, che quelle diffuse nel corso dell'adunanza, che post-assembleari. In particolare la diffusione delle informazioni anche sul mercato consente una valutazione ed un controllo sulle fondamentali decisioni gestorie o in materia di *corporate governance*, oltre che da parte delle minoranze interessate, anche da parte dell'opinione pubblica e della comunità e stampa finanziaria nazionale ed internazionale.

Il ruolo che nella diffusione delle informazioni prima, durante e dopo l'assemblea potranno assumere tutti gli strumenti informatici (voto elettronico, voto e discussione a distanza, sito web della società etc.) nei rapporti tra soci, tra soci e amministratori, tra azionisti proponenti e non proponenti, tra società e mercato, è solo destinato ad aumentare negli anni che verranno. La possibilità di acquisire e trasferire, disseminare informazioni a bassissimo costo, di per sé, da un punto di vista teorico, è tale da inficiare i fondamenti delle stesse tesi della c.d. *rational apathy* e del *collective action problem* su cui per anni, sin dai tempi di Bearle e Means, sono state basate le idee dell'inutilità delle assemblee e del conseguente necessario (perché più efficiente) managerialismo¹⁰³. In effetti la direttiva si

¹⁰² Cfr. EU Impact Assessment, pag. 9 e Annex 7. A proposito del valore economico del voto, riconosciuto dalla stessa direttiva, bisogna considerare che la differenza di prezzo tra azioni con o senza diritto di voto è stata quantificata nel 19% del prezzo pagato per le azioni; perciò è come se gli investitori istituzionali (nel nostro caso) italiani sprecassero, non votando, tale valore pur corrisposto per acquistare le azioni detenute. In tutta Europa la distorsione economica causata dal mancato esercizio del voto dovuto alla presenza di investitori stranieri è stata calcolata in 359,257 milioni di sterline; perciò le barriere al voto transfrontaliero costituiscono anche un problema economico che l'Unione Europea ha voluto fronteggiare emanando questa direttiva; cfr. IBIDEM, sec. 4, pag.16.

¹⁰³ Cfr. in questo senso le tesi di I.O. BOLODEOKU, *Corporate governance in the new information and communication age: an interrogation of the rational apathy theory*, in [2007] J.C.L.S. pag. 109.

muove in questa direzione: gli strumenti informatici sono pensati ed introdotti al fine di facilitare la formazione di coalizioni tra azionisti, rendere la raccolta delle deleghe di voto meno costosa e complicata e più efficace, consentire agli azionisti di aggiungere materie all'ordine del giorno in modo da usufruire del meccanismo già messo in azione dalla società, prevedere un sito dell'emittente dove tutte le informazioni rilevanti siano a disposizione degli interessati. Al contempo le più recenti esperienze italiane ed internazionali in alcuni casi hanno testimoniato, al contrario dei luoghi comuni, la vitalità di alcune riunioni assembleari¹⁰⁴ e la conseguente loro importanza sia nelle dinamiche endosocietarie (rapporti tra soci di maggioranza e soci di minoranza), che extrasocietarie (informazione al mercato).

In prospettiva perciò credo che la nuova disciplina accrescerà l'esercizio di un maggiore potere decisionale e di iniziativa da parte delle varie minoranze azionarie ed aprirà anche le società quotate italiane ad un maggiore controllo oltre che dei soci di minoranza (in particolare stranieri) anche del mercato.

¹⁰⁴ Nota G. VISENTINI, op.cit., pag. 367 che: "Negli anni recenti la stampa ci informa di assemblee infuocate in società americane, francesi, tedesche".

ALLEGATO

2009 EMEA INVESTMENT COMMUNITY SURVEY

**Will the market meltdown and financial crisis
create greater levels of activism and heightened
scrutiny for the next AGM season?**

ACKNOWLEDGEMENTS

Georgeson would like to thank all the participating institutions and professionals who have contributed to this Survey. We would especially like to thank the following Fund and Asset Management Associations that have supported the 2008 EMEA Investment Community Survey:

-Assogestioni (Italy)
-Association Of Greek Investment Companies And Mutual Fund Management Companies (Greece). BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V. (Germany)

METHODOLOGY

This is the first of an annual research aimed to understand the impact of the hottest topic of the season into the governance participation. The topic selected in 2009 has been **Will the Market meltdown and financial crisis create greater levels of activism or heightened scrutiny for the next AGM season?**

The survey was conducted under the format of a questionnaire that was available to the polled institutions through a web based platform. Georgeson has contacted 600 investment management companies. Out of those, 149 institutions have responded to our survey, representing a success rate of above 25%.

Georgeson independently researched investment advisors domiciled in the following European countries:

United Kingdom
Germany
France
Italy
Spain
Belgium & Netherlands
Greece

Targeted Markets

The targeted markets constitute a selection enough representative of the investment industry in Europe. Based on “Assets Under Management of European Investment Funds” (source EFAMA 2008), we see into two different set of data to select the targeted markets so we can reasonably think the selection reflects the Asset Management reality in Europe:

Asset Management of Investment Funds

Market Share of Discretionary Mandates.

Asset Management of European investment funds (assets in EUR billion)

Countries	AuM	Mkt Share		Countries	AuM	Mkt Share
France	1,553	21.8%		Netherlands	102	1.4%
UK	1,489	20.9%		Portugal	28	0.4%
Germany	1,044	14.7%		Greece	25	0.4%
Italy	389	5.5%		Hungary	10	0.1%
Belgium	243	3.4%		Rest of EU	2,117	29.8%
Austria	111	1.6%		TOTAL	7,117	100%

Market share of discretionary mandates by country (Spain is excluded from the source of this data)

Countries	AuM	Mkt Share		Countries	AuM	Mkt Share
UK	3,121	48.7%		Germany	218	3.4%
France	1,174	18.3%		Portugal	60	0.9%
Netherlands	457	7.1%		Hungary	12	0.2%
Italy	444	6.9%		Greece	3	0.05%
Belgium	342	5.3%		Rest of Europe	573	8.9%

The selected markets to conduct the survey are: UK, FR, GER, IT, SP, BENELUX and GREECE.

The surveyed institutions are members of the local investment associations in the selected countries and have an **equity investment policy**.

Assets Under Management

Based on the 2009 EFAMA report at the beginning of 2008, the assets managed by the European asset management industry amounted to 13.6€ trillion. Out of that figure, 37% correspond to equity investments, therefore approximately 5€ trillion.

Globally, the **AUM in Equity** of the surveyed institutions is well above 700€ billion. The split of this figure amongst the institutions that have replied to the questionnaire, disclosing also the name of the institution and country is as follows:

Country	EUR(MM)
UK	>418,000
France	>115,000
Germany	>60,000
Benelux	>55,000
Italy	>18,000
Spain	>16,000
Greece	>2,100

As several respondent institutions chose not to disclose their names or country of incorporation we don't consider their AUM into the calculations shown above, although that information is available to Georgeson. Therefore the total AUM of the respondent institutions is well above the disclosed figure.

Typology of Respondents

The surveyed has been addressed mainly to portfolio managers and responsible of corporate governance issues within the investment institutions. In many cases, depending on the size and structure of the company, the second role is performed by the manager and/or SRI analysts. The respondents that disclosed their "job title" can be grouped as follows:

35%	Portfolio managers
18%	Corporate Governance
15%	Analysts
32%	Others

Where "others" includes several positions form CIO, Chairman, General Manager, Head of Research and others.

2009 EMEA INVESTMENT COMMUNITY SURVEY

Will the market meltdown and financial crisis create greater levels of activism and heightened scrutiny for the next AGM season?

Part I

1. Are you facing any cost cutting to the corporate governance or proxy voting department as a result of the crisis? [Y/N]

If yes, would it affect to the services provided by proxy advisors?

If no, have your resources increased to ensure you are considering all the relevant issues being voted on at AGMs around the world?

2. Will your voting behaviour change next year as a result of the financial crisis? [Y/N]

3. Do you expect your vote participation to increase/decrease/ remain at the same level? (Circle one)

If decrease, is it due to cost related issues?

If increase/remain, do you expect to physically attend more AGMs in 2009? [Y/N]

Are there any markets in which you previously didn't vote that you will now do so? [Y/N] If Yes which ones?

4. Do you expect to limit/increase/continue at same level stock lending compared to 2008? (Circle one)

5. Have you experienced a different level of scrutiny and engagement from your clients? [Increased/ Decreased/ Same]

Part II

6. What are the key issues you intend to focus on next year? Please rank the below issues from “1 to 5” with 5 being “critical” and 1 being “not very important”.

Circle one

1-2-3-4-5 Audit Committee/ External Auditors

1-2-3-4-5 Director Independence
1-2-3-4-5 Director Education / Training
1-2-3-4-5 Capital Raising
1-2-3-4-5 Shareholder Rights
1-2-3-4-5 Executive Remuneration
1-2-3-4-5 Put remunerations consultants up for vote like auditors
1-2-3-4-5 Other (please specify)

7. Are there any issues to which you are now opposed to as a result of the financial situation? [Y/N, if Y, then What?]

8. What one thing would you ask companies to do differently with respect to their annual meeting?

9. Will you conduct a special or a normally scheduled review with regard to your governance/voting policies this year? [Special/ Normal] (Circle one)

10. Are you more/less inclined to support a governance-related shareholder proposal as a result of the financial turmoil? [More/ less/ same] (Circle one)

OUR FINDINGS

Nearly 150 European investment institutions participated in this study, which has resulted in important practical findings of the impact of this situation on the 2009 proxy season. The asset managers surveyed do not include hedge fund managers and represent a large, stable percentage of the capital of European listed companies, with over € 700 billion of assets under management on equity.

In general, when evaluating the opinions of European investment institutions on changes in their participation in governance, we find the same lack of agreement that seems to exist in the hedge funds industry, where opinions range from one extreme to the other regarding their possible leadership in the realm of activism.

The first significant issue we would like to highlight is that, on one hand, greater scrutiny and supervision are more important than ever — something a third of respondents agree with. The growing demand for transparency on the Boards of Directors is also clear.

However, a similar number of institutions are seeing cutbacks in their corporate governance and proxy voting departments. These cutbacks are affecting the research and advisory services provided by proxy advisors, as well as cross-border voting, which has associated costs that tend to be a disincentive. As a result, we see that despite the efforts being made, and despite the widely accepted need to give top priority to good governance as one of the key mechanisms to deal with the crisis, the situation “on the street” is, paradoxically, contrary to what is desirable. If the instruments that facilitate the exercise of political rights are cut back, this will imperil the basic conditions for investor/shareholder supervision, which ought to be the foundation of the system going forwards. If this is the situation, it is the listed companies that must help facilitate shareholder participation – not only because of the implicit risk of companies finding it more difficult to obtain a favorable result in the General Meeting, but also as a further step in the process of engagement.

In contrast to the great majority, only 30% of the institutions contacted are considering a change in their voting behavior as a result of the financial

crisis. This, combined with the fact that for a large number of these entities this change likely implies greater participation in the governance of the companies, suggests that we are at an incipient stage in the revision of voting behavior. We must not forget (and it would be unfair to ignore the fact) that while there is still a long way to go, in the past ten years great strides have been made in terms of the participation of investment institutions in the governance of listed companies in Europe. Nearly 30% of the institutions surveyed say they are giving more attention to monitoring all important issues that have been voted on by the companies in their portfolios.

This is how we believe the figures should be interpreted regarding the institutions that show an interest in personally attending the general meetings of their companies and in voting in more meetings outside of their home markets (23% vs. only 10%, respectively). This relates more to specific interests (companies in the same group) than to the influence of the financial situation.

The most important issues for investment institutions involve shareholder rights and corporate equity. However, there is a geographic bias: while institutions in the U.K. and France see executive compensation as the top priority (as is also the case in the U.S. market), those based in Southern European markets (Spain, Italy and Greece) consider capital management to be the key issue.

In fact, issues such as share buyback plans, stock option plans (when not well enough explained to the market and when they are not in line with best practices for governance) and any proposal that could imply diminished shareholder rights in general will meet growing opposition. Eighteen percent of respondents expect to oppose proposals of these kinds as a result of the crisis.

This is also the case because the crisis (due especially to the impact of the scandals that have occurred) is leading the clients of investment institutions to demand greater transparency and also greater engagement. This demand is, in turn, passed onto the companies in which they are investing. It will be interesting to see whether we are seeing the peak of this trend or just the rise of the curve.

Institutions, in turn, will be demanding greater transparency in general, as well as simpler (economic) mechanisms to facilitate voting, especially cross-border voting.

We are in a period of uncertainty and our recommendation is to be more attentive than ever. There are many new decision drivers which, combined with more than likely regulatory changes, may cause differing reactions among shareholders and investors.

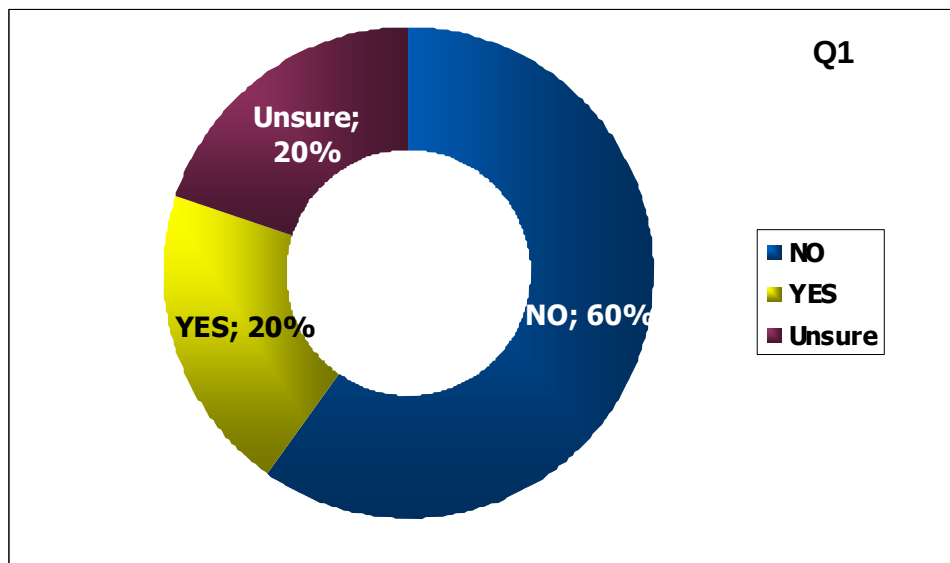
The demands for greater transparency and for stronger control mechanisms are clear, especially in the incentive systems, and listed companies will have to deal with these demands proactively. The best way to deal with this crisis is to take the initiative in engagement, getting to know shareholders and interacting with them more than ever on issues of good governance.

We do not believe it is necessary to sound the alarm in the face of a tidal wave of activism in Europe, especially in the first half of 2009. There will be some cases of this that will involve different perspectives, which will have to be studied. Managers are adjusting their habits to the new situation and this process has not yet concluded. However, the different players — investors, companies and regulators — must engage in the process all together.

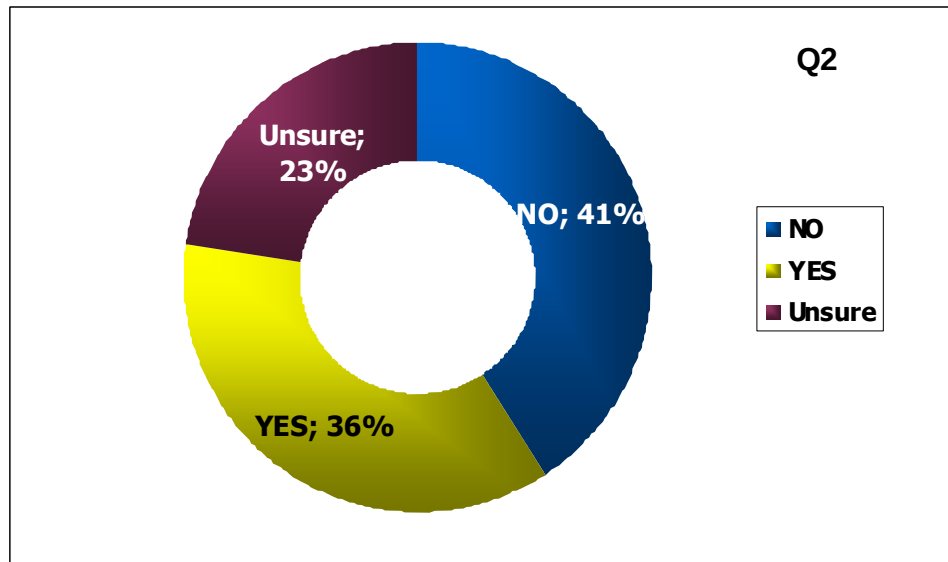
THE SURVEY

“Will the market meltdown and financial crisis create greater levels of activism and heightened scrutiny for the next AGM season?”

Question 1: Are you facing any cost cutting to the corporate governance or proxy voting department as a result of the financial crisis?

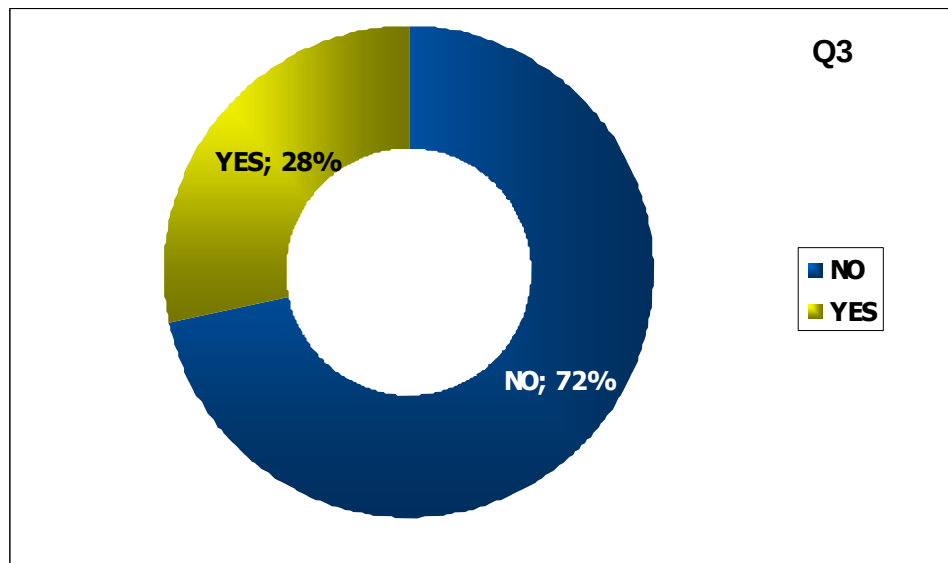


Question 2: Will the cost cutting measures affect the services provided to you by proxy advisors?



Up to 20% of the surveyed institutions will face cost cutting of the activities related to corporate governance or proxy voting. More specifically, around one third of those efforts will affect services contracted to proxy advisors, whilst others will impact on the dedicated personnel. Potentially, there may be a knock-on effect on voting activity based on this outcome.

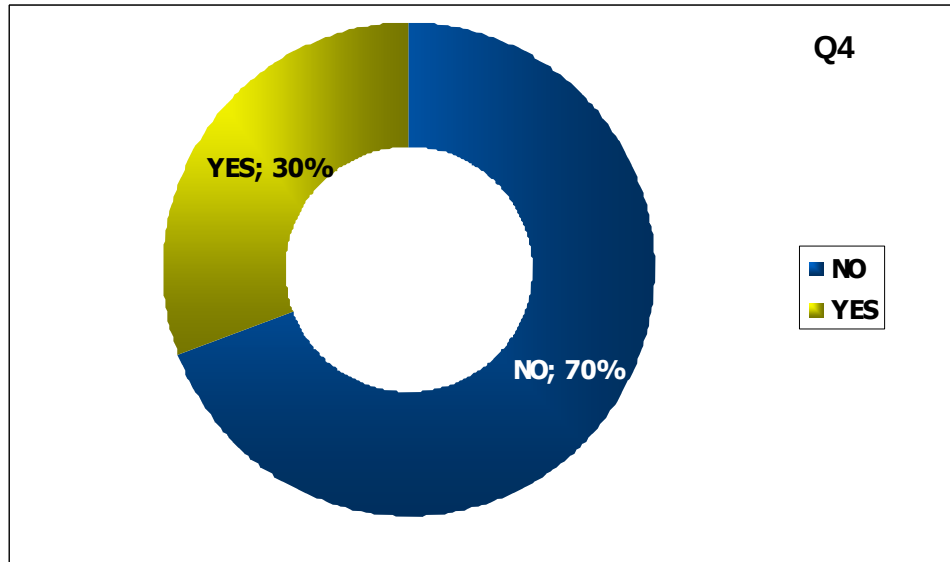
Question 3: Have your resources increased to ensure you are considering all the relevant issues being voted on at AGMs around the world?



From those investors that are not implementing cost cutting processes, a remarkable 28% are dedicating more resources to giving voting issues adequate coverage. Approximately 15% of the surveyed investors are increasing their efforts of reviewing participation at annual meetings. Geographically, this 15% is concentrated in UK and France: 75% of the investment advisors dedicating more resources to cover all relevant issues are French or British.

We consider this effort a response to a process undertaken over the last few years, in which cross-border voting has significantly increased in Europe. However, it is clear that the long way ahead could be represented by the 85% not involved in developing resources to deal with all issues.

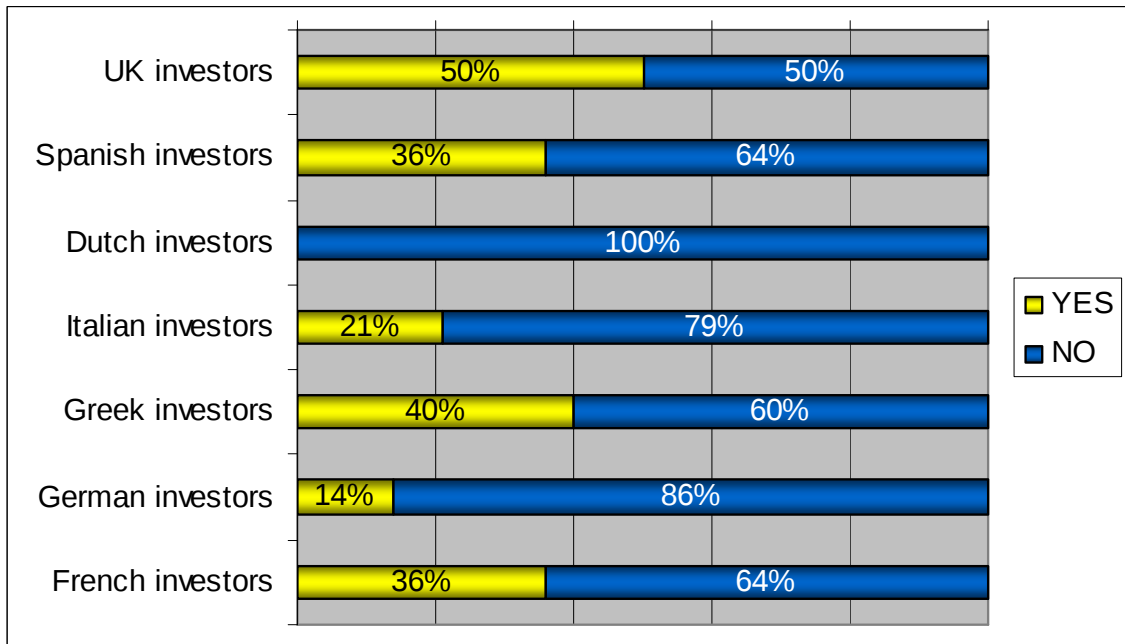
Question 4: Will your voting behaviour change next year as a result of the financial crisis?



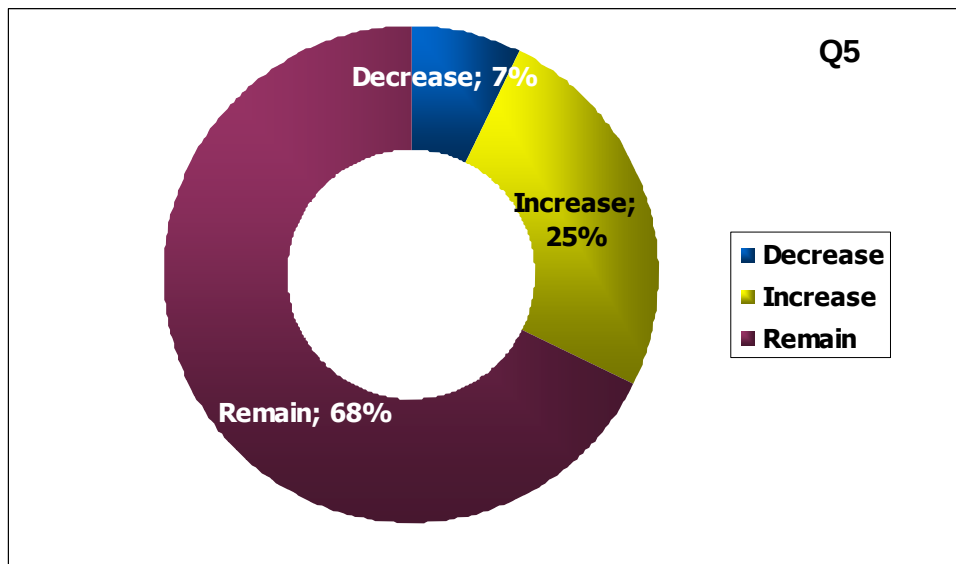
The 30% of the investment advisors are foreseeing a change in their voting behaviour as a consequence of the market meltdown and global crisis. On the other hand, a great majority of the institutions do not foresee changes to their voting habits as a result of the current situation.

Geographically we encounter institutions in all jurisdictions contemplating changes in voting behaviour. This trend is, however, lead by British, French, Spanish and Greek investors. On the other hand, institutions in Netherlands, Italy and Germany do not foresee significant changes.

Question 4: Geographical overview



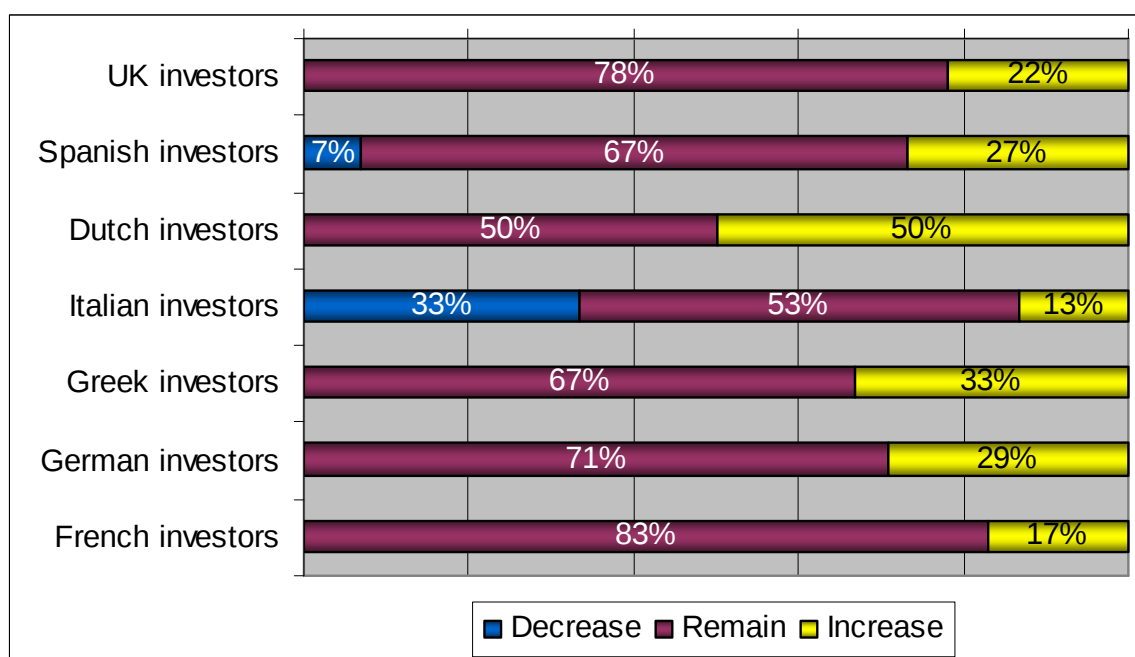
Question 5: Do you expect your vote participation to increase / decrease / remain at the same level?



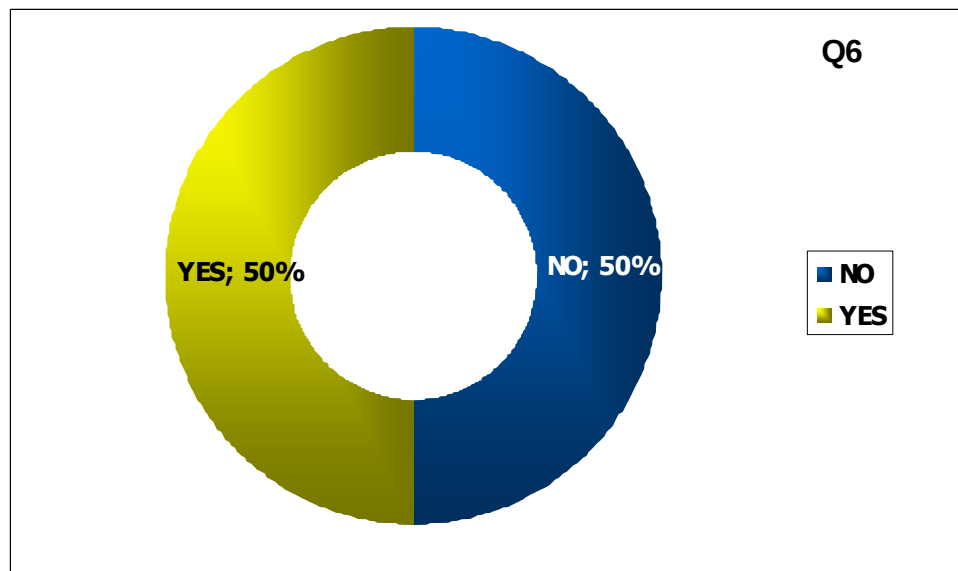
Despite the fact that the great majority of institutional investors display static behaviour that is consistent in terms of vote participation, those companies that will review their behaviours due to the financial environment show a trend that points to an increase in voting participation. This is a general trend across Europe with no particular geographic concentration.

However, it is of note that institutional investors from the United Kingdom, Netherlands, Greece, France and Germany do not seem to be willing to decrease in voting participation. All of the expectations of a decrease in voting participation are concentrated among Spanish and Italian investors.

Question 5: Geographical overview

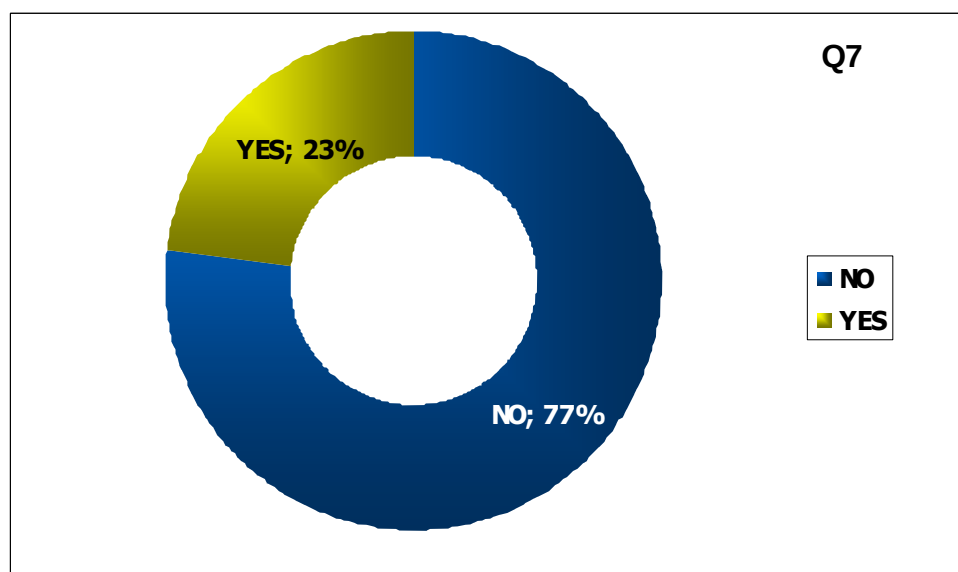


Question 6: Is a change in vote participation due to cost related issues?



There is no evidence to link the above mentioned results (in terms of the minority expecting a decrease in voting participation) with economic causes. Institutions respond equally when asked for the reasons not to increase their voting participation. We can reasonably assume that as the efforts to participate are marginally related to the number of votes sent, the economic situation is unlikely to be the main reason.

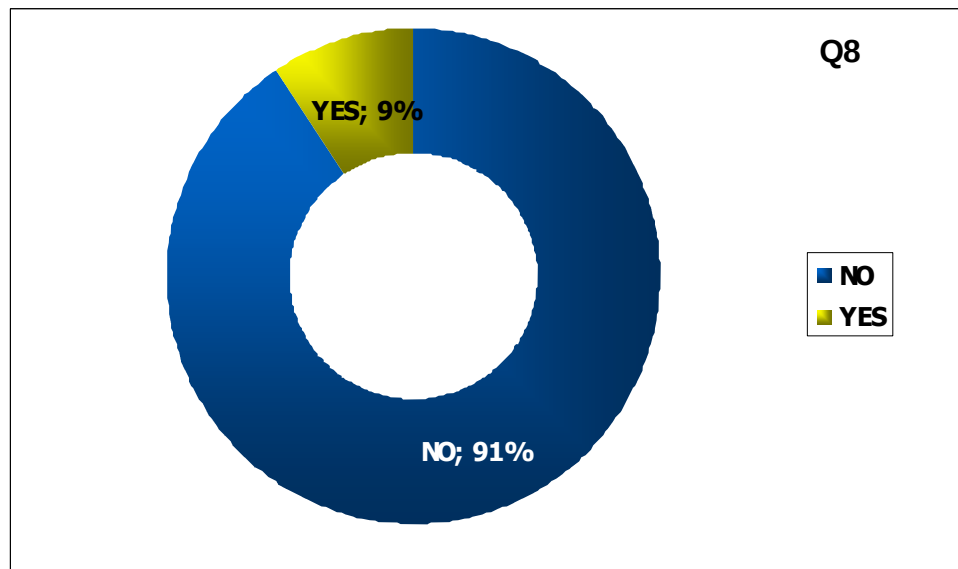
Question 7: Do you expect to physically attend more AGMs in 2009?



Less than a quarter of the investors polled expect an increasing presence at Annual General Meetings, which might promote open debates with the management of the companies. The trend is concentrated in French and UK institutions. An open dialogue with boards of directors would become a strong tool for institutions to respond to the increasing scrutiny from their own clients.

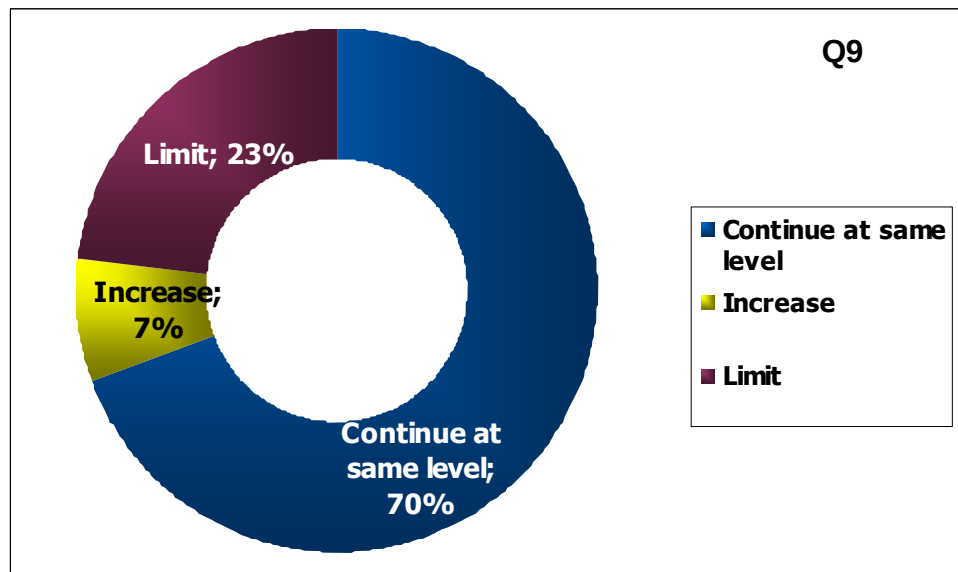
There is a correlation between institutions that intend to change their voting behaviour (see Q4) with the intention to physically attend more annual general meetings. Due to the budgeting constraints, we foresee an initial domestic activity in opposition to increased cross-border activity.

Question 8: Are there any markets in which you previously didn't vote that you will now do so? If Yes which ones?



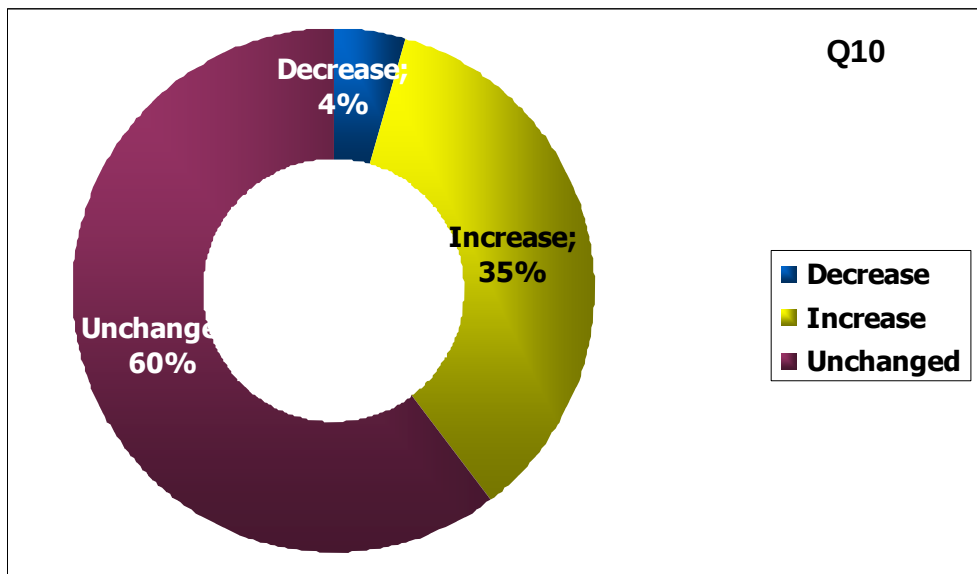
The responses received do not seem to show a significant impact on the development of cross-border voting. Of the few cases contemplating new markets in which to participate, the majority are due to particular interests as opposed to an effort to expand corporate engagement and participation. It has not been possible to identify one single market that seems to be the receiving beneficiary of this new (albeit minor) voting behaviour.

Question 9: Do you expect to limit/increase/continue at same level of stock lending compared to 2008?



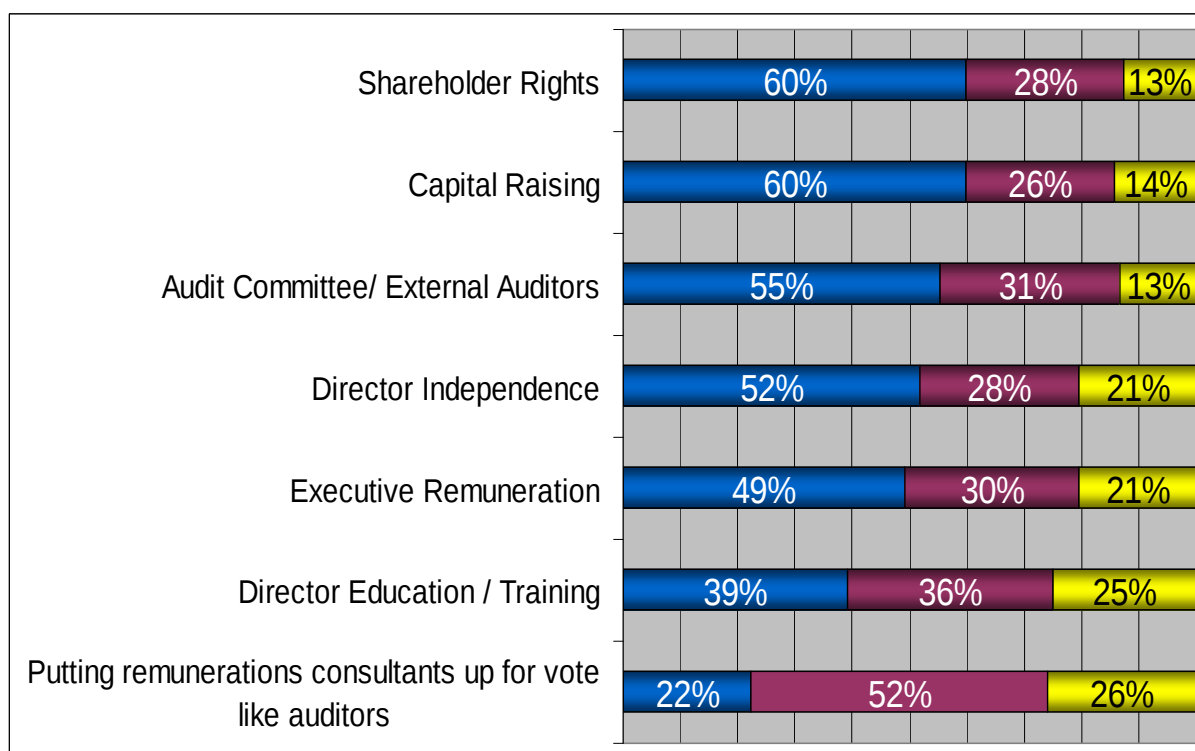
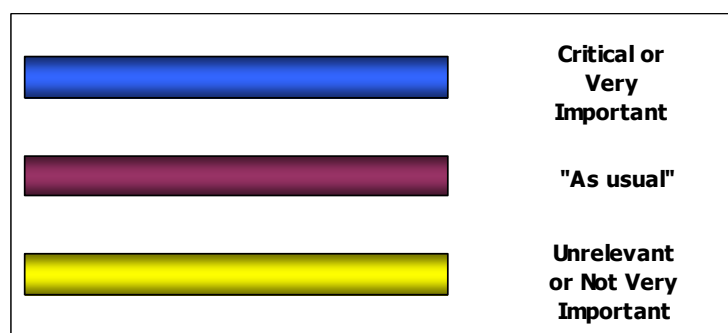
Out of the active stock lenders surveyed, the results indicate that the financial crisis will not impact on the lending activity of 70% of the institutions. On the other hand, 30% will change their stock lending practices, mainly limiting their lending levels, although a small percentage expect to increase their levels.

Question 10: Have you experienced a different level of scrutiny and engagement from your clients?



Although the majority of the participants have continued to see the same level of scrutiny from their clients as last year, a highly notable 35% of participants have experienced higher demands from their clients. It will be interesting to note whether we are seeing the peak of this trend or just in the rise of the curve, as already mentioned. It will also be interesting to ascertain how institutions will adopt measures to satisfy and comply with the requests as a result of increased client scrutiny.

Question 11: Please tell us how important the following issues will be to you in the coming year, rating 1 being “not very important”, and 5 being “critical”



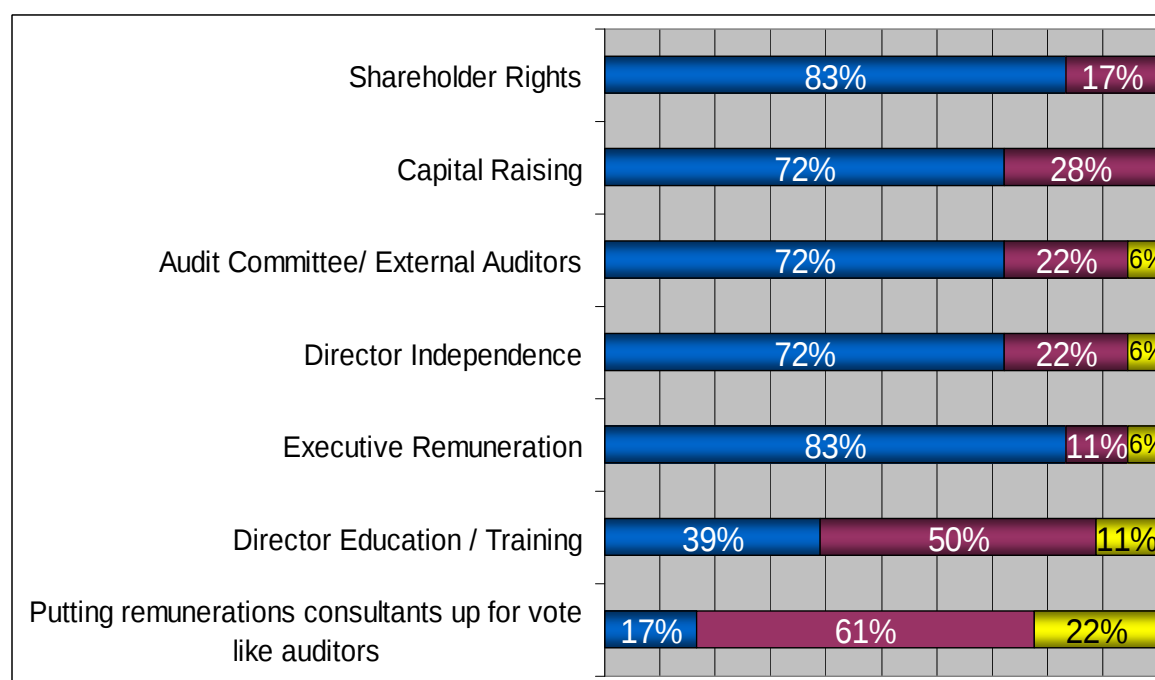
Our participants acknowledge that the greatest cause for concern is related to “*Shareholder Rights*” and “*Capital Raising*”. These topics are considered “Critical” or “Very relevant” by 60% of the institutions surveyed. The appointment of external auditors and “*Director Independence*” are above average in terms of relevance given by the institutions.

“Executive Remuneration” and “Director Education / Training” are perceived as less critical by the majority of the participants. Surprisingly, while the vast majority of responses place “Executive Remuneration” as one of the most important topics, this does not seem to be as critical as issues such as shareholder rights.

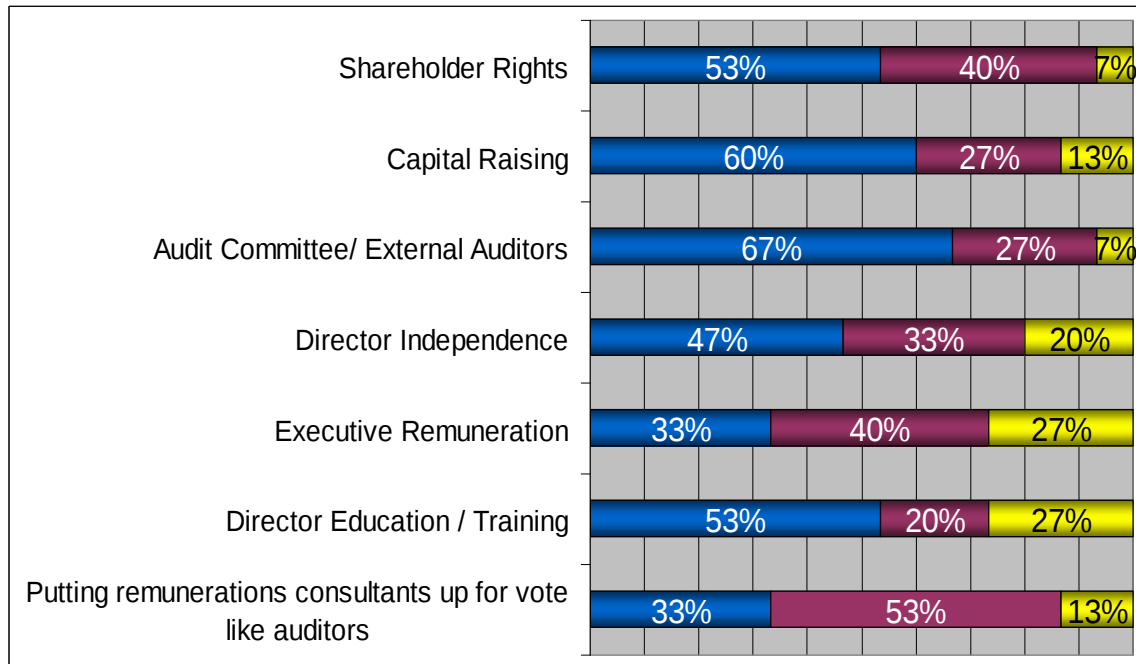
It is interesting to note that the responses seem to differ by country. While in the United Kingdom “Executive Remuneration” is effectively the most critical issue together with “Shareholder Rights” (in line with The Netherlands and France), we see that the Southern European countries (Spain, Italy and Greece) do not give such relevance to this topic. In this area, “Capital Raising” was the top priority, which presents interesting conclusions about geographical differences. Germany alone maintains more of a balanced approach across the different topics.

Only 22% of the participants consider it critical or very important to submit to the General Meeting consultant remuneration items.

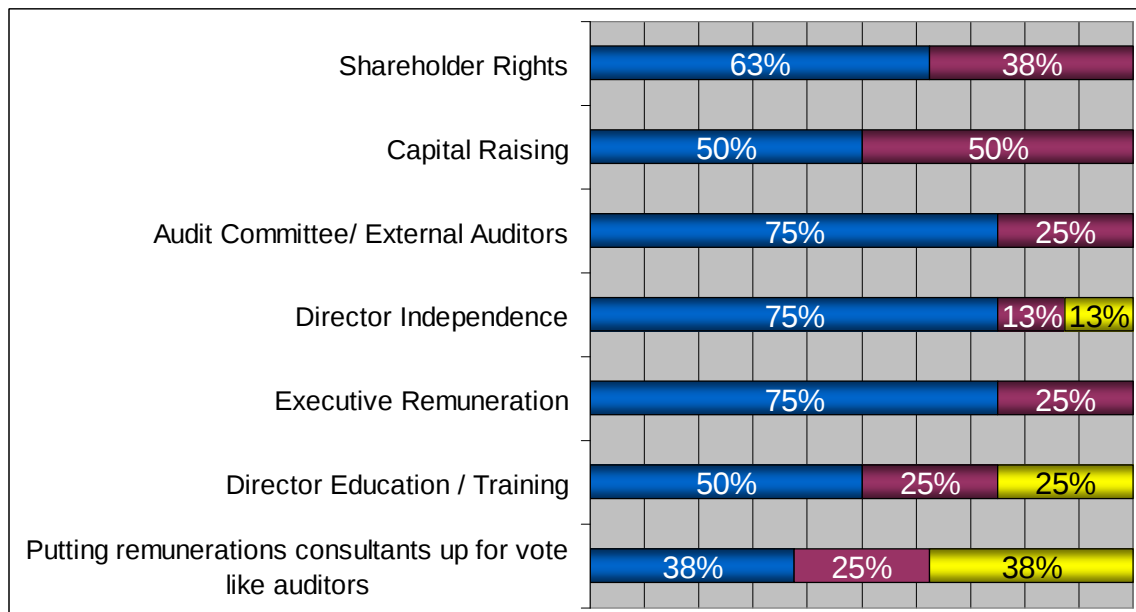
Question 11: UNITED KINGDOM



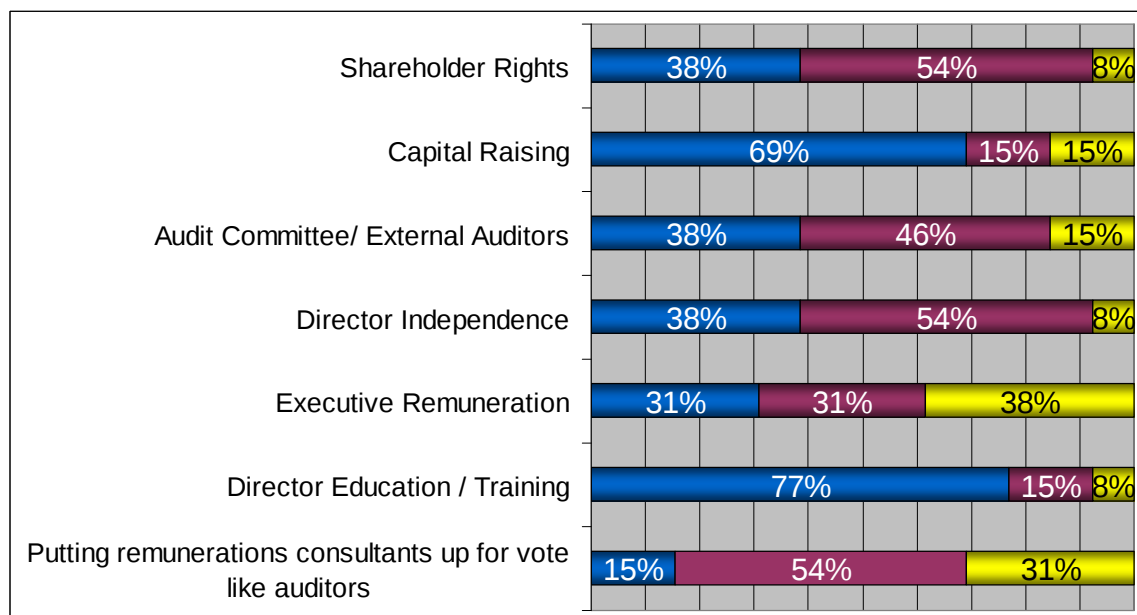
Question 11: SPAIN



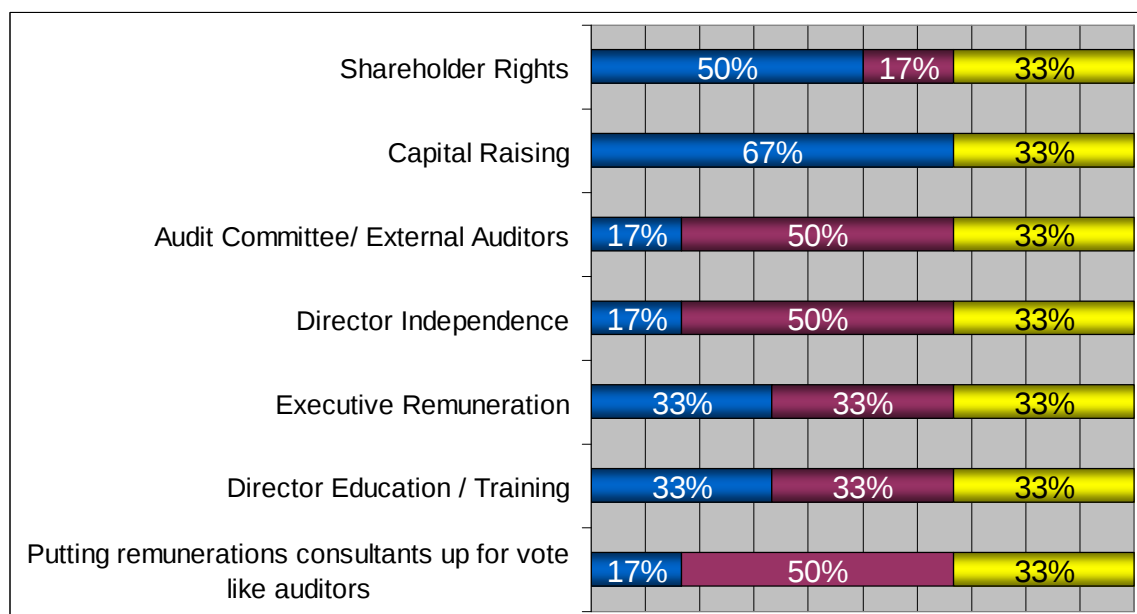
Question 11: NETHERLANDS



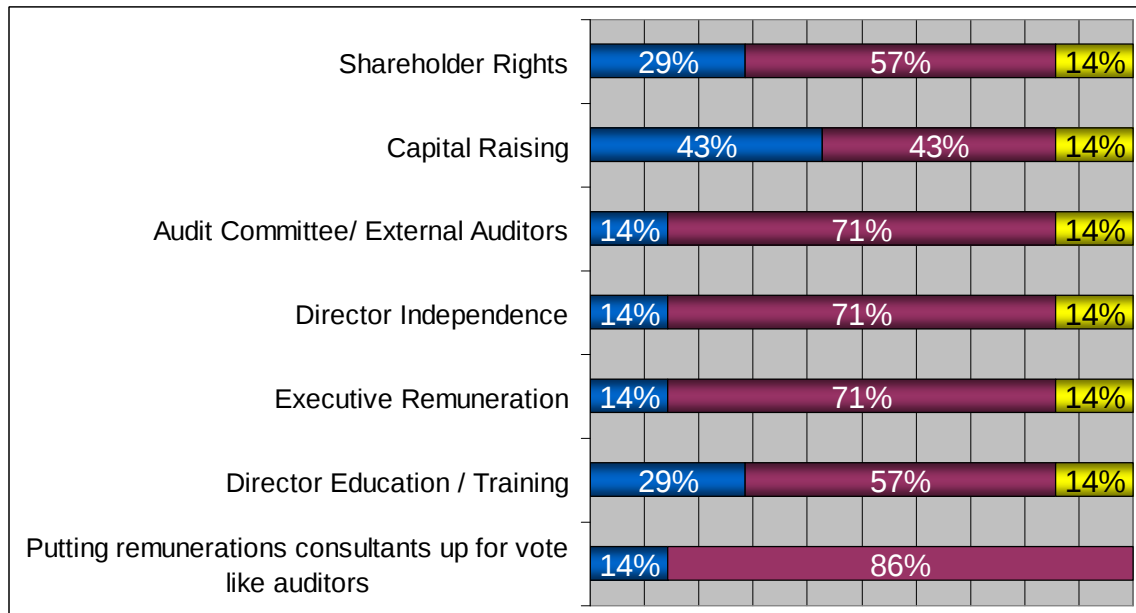
Question 11: ITALY



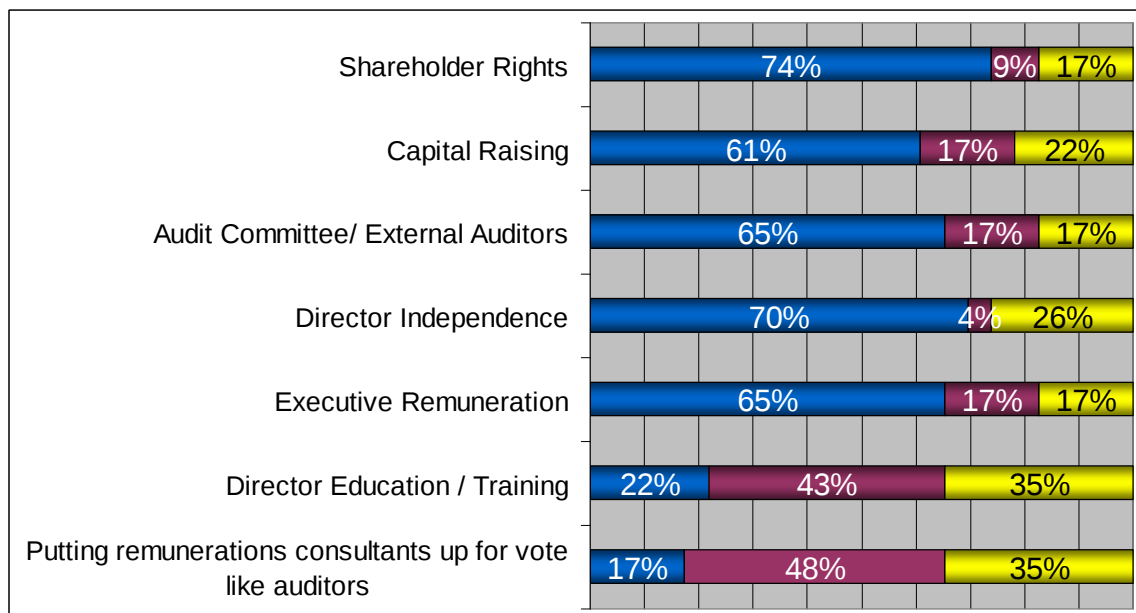
Question 11: GREECE



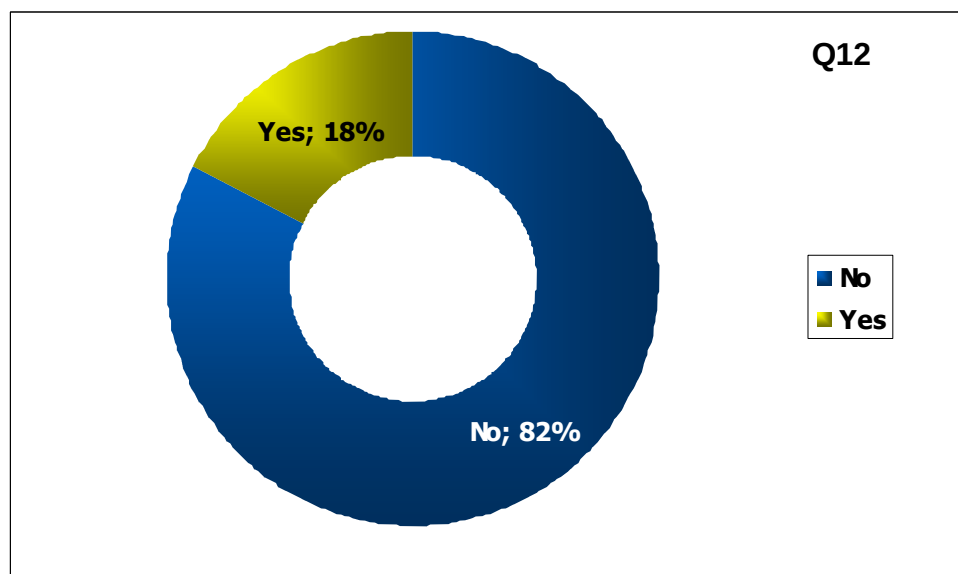
Question 11: GERMANY



Question 11: FRANCE



Question 12: Are there any issues to which you are now opposed to as a result of the financial situation? [E.g. issuing shares to remunerate an acquisition.]



Approximately one fifth of the investment advisors surveyed recognise there are issues to which they are now opposed as a consequence of the financial situation.

Their main concerns are (i) share buyback plans and (ii) stock option plans, which will cause increasing opposition if they are not adequately measured in the long term, (iii) protection measures, (iv) blank financial authorisations and (v) any actions that may decrease shareholders' rights in general.

Overall, regardless of the issue proposed by the listed companies, further levels of transparency and adequate explanations will be required on a case by case basis, in line with the increase in scrutiny.

Question 13: What one thing would you ask companies to do differently with respect to their annual meeting?

Our results show that the following issues are important to our participants:

- more transparency
- earlier release of information
- ease voting mechanisms
- reduce voting burden

An increase in transparency was found to be required on a general basis, although some specific issues were mentioned by participants, such as (i) the disclosure of management remuneration packages, (ii) clear communication of criteria on executive compensation, (iii) further rationale for resolutions and (iv) better use of websites.

Further specific results relating to transparency expressed by the institutions surveyed were:

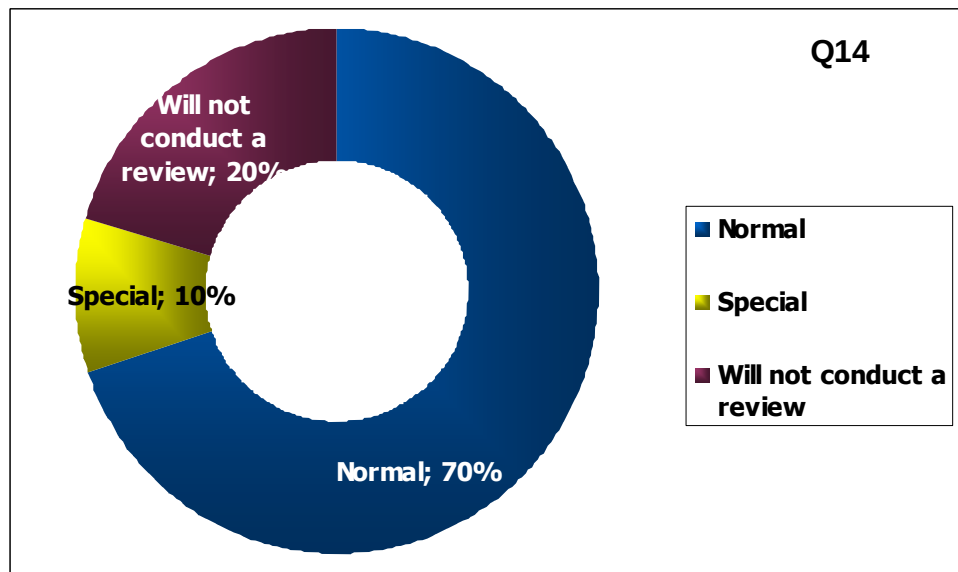
- Notification of any extraordinary or one-off changes to proposed remuneration
- Providing a clear rationale for resolutions, specifically regarding capital raising
- Detailing on vote outcome by agenda item

Some institutions considered this as specifically relating to the country or company (such as to provide more information on the increase in investment to reduce carbon emissions).

The participants requested the earlier release of information as a prerequisite to obtaining their engagement. This demand was also presented as a need to participate in earlier discussions with shareholders in contested situations, and to allow more time for proxy advisors to prepare their voting reports.

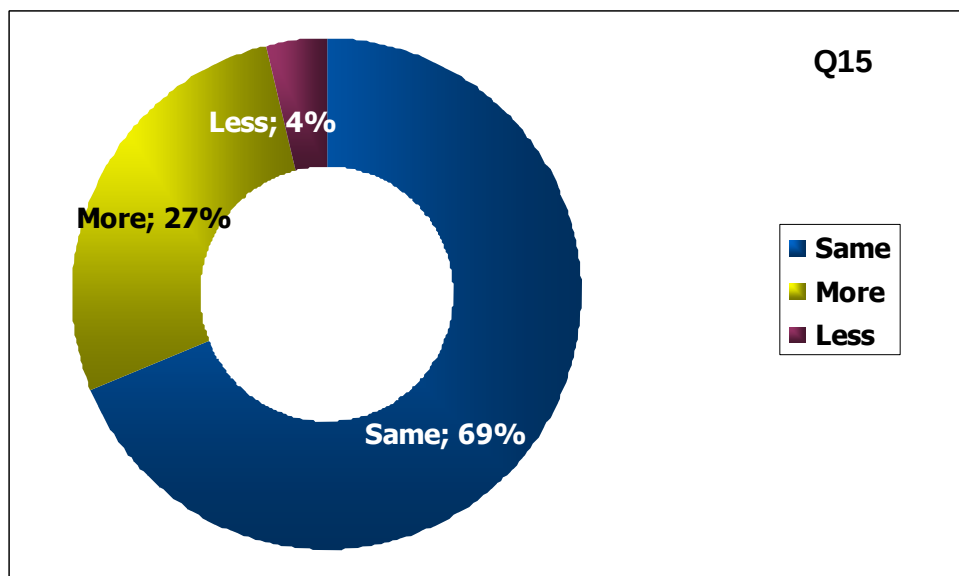
The participants would ask companies to provide more mechanisms (and less expensive ones) to allow investors to execute their votes (i.e. electronic voting) and reduce the administrative burden. These mechanisms differ among the European jurisdictions and in many cases prevent cross-border voting.

Question 14: Will you conduct a special or a normally scheduled review with regard to your governance/voting policies this year?



Only 10% of the respondent institutions said they were planning to conduct a special review of their voting and governance policies. However, approximately 70% of the participating investors conduct a yearly review and update, not necessarily linked to the financial situation.

Question 15: Are you more/less inclined to support a governance-related shareholder proposal as a result of the financial turmoil?



Approximately 27% of the surveyed institutions stated their inclination to support governance-related proposals. Almost 70% will maintain their usual stance and 4% were less inclined to vote in favour of those proposals. Again, contention seems to be the driver as many variables remain uncertain.

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA P., *L'assemblea: competenza*, in Tratt. soc. per az., diretto da Colombo, Portale, Torino, 1997

ABRIANI N. – D. U. SANTOSUOSSO, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, RDS, 2007

ANGELICI C., *La circolazione della partecipazione azionaria*, in Tratt. soc. per az., diretto da Colombo, Portale, Torino, 1994

ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*. Lezioni di diritto commerciale, Padova, 2003

BAFFI E. – DRAGO C. – SANTELLA P., *A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in Europe and in the US*, Working Paper Series, 2008

BEBCHUK L.A., *A rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 7203, 1999

BECHT M. – FRANKS J. – MAYER C. – ROSSI S., *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund*, ECGI, 138/2006

BELVISO U., *L'informazione dei soci nelle società per azioni quotate* (art. 130 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), in Riv.soc., 2000

BERLE A. – MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Brace & World, 1968

BIANCONI F., – BONAVENTURA B., *Safeguarding Minority Rights: An Analysis of Italy's Voto di Lista*, Market Region Report, RiskMetrics Group, Aug. 31 2009..

BOLODEOKU I.O., *A Critique of the Theories Underpinning Proxy Solicitation by the Board of Directors*, in [2001] J.B.L.

BOLODEOKU I.O., *Corporate governance in the new information and communication age: an interrogation of the rational apathy theory*, in [2007] J.C.L.S

BUTZBACH O. – DI CARLO F., *The Effects of Stock Options Accounting Regulation on Corporate Governance: A Comparative European Study*, MPRA, n. 14843/2008

CIOCCA P. – MUSU I., *Governo e finanza d'impresa*, Economia per il diritto, Bollati Boringheri, 2006

COLANGELO G., *Corporate governance e assetti proprietari dell'impresa: realtà e retorica di un nuovo mito*, Vita Notarile, 2002, III

COOLS S., *The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: distribution of powers*, 30 Del. J. Corp. L. (2005)

COTTINO G., *Diritto societario*, Padova 2006

COTTINO G., *Relazione di sintesi*, in *Il nuovo diritto delle società di capitali e cooperative*, a cura di Rescigno, Sciarone Alibrandi, Milano, 2004

D'ALESSANDRO F., *Nuovo ruolo dell'assemblea?*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002

DAHLQUIST M. – ROBERTSSON G., *Direct Foreign Ownership, Institutional Investors and Firm Characteristics*, Journal of Financial Economics, 2001

DE LUCA N., *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti (recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate)*, Banca, Borsa, in corso di pubblicazione

DE ROSSI F.M. – GARIBOLDI D. – LEGGIERI G. – RUSSO A., *Il marketing dei fondi comuni italiani*, Consob, Quaderni di Finanza, n. 61, 2008

ENRIQUES L. – GATTI M., *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, in <http://ssrn.com/=879804>

ENRIQUES L. – BIANCHI M., *Corporate Governance in Italy After the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?*, Consob, Quaderni di finanza, n. 43/2001

EUROPEAN COMMISSION, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, 16 settembre 2004

EUROPEAN COMMISSION, *Fostering an appropriate regime for shareholders' rights*, Second consultation document, 13 maggio 2005

EUROPEAN COMMISSION, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union—A Plan to Move Forward*, 21 maggio 2003

EUROPEAN COMMISSION, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern regulatory framework for company law in Europe*, Brussels, 4 novembre 2002

FERRO LUZZI P., *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1993

FIORIO P., *Commento sub art. 2367*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Torino, 2004

FOSCHINI M., *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Milano

FRIEDMAN A. L. – MILES S., *Stakeholders: Theory and Practice*, Oxford University Press, 2006

FURGIUELE L., *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 36/2007/CE*, in *Riv.dir.comm.*, 2008

GALGANO F., *Delle persone giuridiche*. Art. 11-35, in Comm. cod. civ. Scialoja – Branca, Bologna – Roma, 2006

GEORGESON, *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2006

HANSMANN H – KRAAKMAN R., *The End of History for Corporate Law*, in Gordon – Roe, *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, 2004

JACOBS M.T., *Break the Wall Street Rule: Outperform the Market With Relationship Investing*, Addison Wesley Longman, 1994

KRAAKMAN R. – HANSMANN H., HERTIG G., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2004

LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER ANDREI A. – VISHNY R., *Law and Finance*, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6, December 1998

LIBONATI B., *Assemblea e patti parasociali*, in La riforma del diritto societario a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano, 2003

MAGGIONI V. – POTITO L. – VIGANO R., *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, Il Mulino, 2009

MILGROM P. – ROBERTS J., *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, 1992

MONTAGNANI C., *Commento sub art.2367*, in *Società di capitali*. Commentario a cura di Niccolini, Stagno D'alcontres, Napoli, 2004

OECD, *Corporate Governance Environments in OECD Countries*, February 1, Paris, 1995

ONADO M., *Mercati e intermediari finanziari*, Il Mulino, 2004

OPPO G., *La nuova legislazione commerciale. Maggioranza e minoranza nella riforma delle società quotate*, Rivista di diritto civile, 1999

PASQUARIELLO F., *Commento sub art. 2367*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005

PESCATORE S., *La società per azioni*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Buonocore, Torino, 2003

PINTO R., *The European Union's Shareholder Voting Rights Directive from an American perspective: some Comparisons and Observations*, in 32 *Fordham International Law Journal*, 2009

PRENTICE D.D., *Report on UK*, pag. 34, in *The European Corporate Law Study Group, Public Companies Limited by Shares and Financial Systems: National Models and European Integration*, in <http://www.LUISSarchivioceradi.it>.

RISKMETRICS GROUP, *Market Mechanics Guide February 2010*

RIZZI D., *Corporate governance, struttura proprietaria e conflitti d'interesse nelle società di capitale*, Banche e banchieri, n. 6 /2007

ROE J. M., *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Ccorporate Impact*, Oxford Press, 2004

SEC, *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Release No. IC-25922 (Jan. 31, 2003)

VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006

WEIGMANN R., *L'attuazione della direttiva comunitaria sulla tutela degli azionisti*, Relazione presentata al convegno "La riforma del diritto societario: un primo bilancio" Roma, 10-11 aprile 2010

ZATTONI A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, 2007



Per informazioni contattare:

Dott. Stefano Marini

Via Emilia 88 - 00187 Roma
Viale Luigi Majno 17/A - 20122 Milano

Tel. +39 0642171.201
Fax. +39 0642020227

s.marini@georgeson.com

Dott. Fabio Bianconi

Via Emilia 88 - 00187 Roma
Viale Luigi Majno 17/A - 20122 Milano

Tel. +39 0642171.749
Fax. +39 0642020227

fabio.bianconi@georgeson.com