

FTSE MIB

Proxy Season 2010

Evoluzione degli assetti proprietari
ed attivismo assembleare delle
minoranze

Stampato a Roma
Aprile 2011

Introduzione

Stefano Marini (Georgeson)

coordinamento

Fabio Bianconi (Georgeson)

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

Fabio Bianconi (Georgeson)

Sergio Carbonara (Shareholder Analyst indipendente)

Parte II – La disciplina delle strategie e politiche di voto per gli investitori istituzionali in Gran Bretagna, USA, Francia e Italia: breve confronto

Sabrina Bruno (Università della Calabria – LUISS Guido Carli)

Parte III – Reforming share-voting systems: the case of Italy

B. Espen Eckbo (Tuck School of Business at Dartmouth)

Giulia Paone (Tuck School of Business at Dartmouth)

Parte IV - The Italian Proxy Access Rules for the Election of the Board of Directors or Board of Statutory Auditors

Massimo Menchini (Assogestioni)

INDICE

| | |
|--|----|
| Introduzione | 7 |
| PARTE I: EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI PROPRIETARI ED ATTIVISMO ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE: L'INDAGINE EMPIRICA | 9 |
| Nota metodologica..... | 11 |
| 1 Assetti Proprietari..... | 12 |
| 1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB..... | 12 |
| 1.2 Azionista di controllo..... | 20 |
| 1.2.1 Identificazione dell'azionista di controllo e modelli di controllo..... | 20 |
| 2 La partecipazione all'assemblea ordinaria nelle Società del FTSE MIB..... | 24 |
| 2.1 La stagione assembleare..... | 24 |
| 2.1.1 La datazione dell'evento assembleare..... | 24 |
| 2.1.2 La rappresentanza in assemblea..... | 26 |
| 2.1.3 Il quorum costitutivo..... | 27 |
| 2.1.4 L'incidenza sul capitale presente in assemblea per azionista..... | 31 |
| 2.1.5 L'intensità di partecipazione..... | 34 |
| L'attivismo delle minoranze in Italia: un commento..... | 37 |
| 3 La partecipazione assembleare delle minoranze..... | 40 |
| 3.1 Introduzione..... | 40 |
| 3.2 La partecipazione complessiva degli investitori istituzionali di minoranza..... | 43 |
| 3.3 L'identikit dell'azionista "attivo"..... | 47 |
| 3.4 La scomposizione geografica degli investitori istituzionali presenti in assemblea..... | 57 |

| | |
|--|-----------|
| 3.5 Punti all'ordine del giorno: come hanno votato le "minoranze" | 64 |
| 3.6 L'approvazione del Bilancio d'esercizio | 66 |
| 3.7 L'elezione delle cariche societarie | 71 |
| 3.8 Compensi degli Amministratori | 82 |
| 3.9 Acquisto e disposizione di Azioni proprie | 86 |
| Conclusioni | 89 |

PARTE II:

LA DISCIPLINA DELLE STRATEGIE E POLITICHE DI VOTO PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN GRAN BRETAGNA, USA, FRANCIA E ITALIA: BREVE CONFRONTO

| | |
|---|------------|
| 1. Introduzione: attivismo e Corporate Governance | 101 |
| 2. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Gran Bretagna: le nuove parole d'ordine, stewardship ed engagement | 103 |
| 3. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali negli Stati Uniti | 107 |
| 4. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Francia | 109 |
| 5. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Italia | 111 |
| Conclusioni | 114 |

PARTE III

REFORMING SHARE-VOTING SYSTEMS:

THE CASE OF ITALY

| | |
|--|-----|
| 1. Introduction | 119 |
| 1.1 Fundamentals of Share-Voting | 119 |
| 1.2 Tuck's Share-Voting Research Project | 120 |
| 2. Voting Impediments in Italy before the Implementation of the EU SRD | 121 |
| 3. Implementation of the EU SRD in Italy | 122 |
| 4. Strengthened Shareholder Rights and a New Voting Timeline | 123 |
| 5. Towards 'Straight Through Processing' | 129 |
| 6. Reducing Voting-Chain Complexity | 132 |

| | |
|--|-----|
| PARTE IV | |
| THE ITALIAN PROXY ACCESS RULES FOR THE ELECTION OF THE BOARD OF DIRECTORS OR BOARD OF STATUTORY AUDITORS | 141 |
| Timeline | 143 |
| Overview | 145 |
| Director Nominations and Elections by the Institutional Shareholders: the slate voting mechanism in Italy after the transposition of the EU Directive on shareholders' rights (2007/36/EC) | 146 |
| Director Nominations and Elections by the Investment Funds in Italy since 1996 | 149 |
| Conclusion | 150 |
| Appendix: Independent Boards' Members Elected by Assogestioni's <i>Corporate governance</i> Committee and International Institutional Investors | 151 |
| BIBLIOGRAFIA | 157 |

INTRODUZIONE

Il recente dibattito intorno alla contendibilità delle società quotate italiane, tra i tanti cito i casi di Bulgari e Parmalat, ha riportato alla ribalta il tema del ruolo degli investitori istituzionali nella gestione del governo societario.

In un contesto che tende verso modelli di mercato evoluti e che individua nella componente istituzionale dell'azionariato la corretta leva per rinvigorire un sistema finanziario finora asfittico, l'elevato grado di concentrazione della proprietà delle società italiane rischia di rappresentare un pesante limite.

L'esigenza di tutelare l'investimento nel capitale delle società quotate italiane da parte degli investitori tutti e di favorire la loro partecipazione attiva alla vita stessa della società, è stata raccolta dal legislatore con il recente d. lgs. 27 gennaio 2010 n. 27 avviando un percorso che non potrà che allineare il nostro mercato alle best practices internazionalmente riconosciute.

Tra tutte ricordiamo: a) l'introduzione della record date, che di fatto elimina quello che era da sempre considerato uno dei principali ostacoli alla partecipazione al voto degli investitori esteri (il cosiddetto "share blocking"); b) la nuova disciplina che semplifica la sollecitazione delle deleghe di voto, strumento la cui incisività a supporto dell'attivismo delle minoranze è testimoniata da numerosissimi esempi.

Il presente studio, che prosegue e sviluppa un percorso di ricerca iniziato da Georgeson nel 2003, viene quindi alla luce in un momento di transizione. Mentre la stagione assembleare 2010 evidenziava ancora un costante, ma contenuto, incremento nella partecipazione al voto rispetto alle precedenti rilevazioni, l'attuale campagna 2011 è caratterizzata da una decisa accelerazione nella disposizione al voto degli investitori istituzionali, cui stiamo assistendo, confesso, con una certa soddisfazione.

Ne è testimonianza l'eclatante risultato dell'Assemblea di Prysmian, del gennaio 2011, la prima celebrata all'interno del nuovo contesto normativo. Considerata la struttura del capitale di questa *large cap* (tra le rarissime public company italiane), la partecipazione degli investitori

istituzionali ha toccato un record assoluto (oltre il 47%) per il mercato italiano.

E sembra dunque facile predire per la tornata assembleare 2011 una forte crescita nei livelli di partecipazione degli investitori istituzionali rispetto a quelli che sono gli standard del nostro mercato.

Ed è proprio in questa ottica che il nostro studio torna a verificare, con il suo consueto approccio empirico, l'evoluzione degli assetti proprietari nelle maggiori società quotate italiane in un campione ben rappresentativo (circa i due terzi della capitalizzazione complessiva); fissando nel periodo compreso tra il 2005 e il 2010 il perimetro temporale ed evidenziando gli effetti sul grado di attivismo da parte degli investitori istituzionali, sia in termini quantitativi che qualitativi.

Un'analisi capillare che, partendo dall'evoluzione degli assetti proprietari e delle forme e modalità di controllo, giunge a radiografare gli eventi assembleari, stratificando le forme di partecipazione ed i comportamenti di voto degli investitori istituzionali.

Quest'anno lo studio gode dell'apporto di diversi ed autorevoli contributi: alla ormai consolidata collaborazione con il Centro di Ricerca per il Diritto dell'Impresa della LUISS Guido Carli grazie alla Prof.ssa Sabrina Bruno (Università della Calabria – LUISS Guido Carli), si affiancano il Lindenauer Center for Corporate Governance (Tuck School of Business at Dartmouth) che, per mano del Prof. Espen Eckbo e della Dott.ssa Giulia Paone, ci intrattengono sulle riforme dei meccanismi di voto in Europa con un intervento di assoluta autorevolezza e di ampio respiro; ed il prezioso intervento dell'esperto, ed amico, Massimo Menchini, responsabile Relazioni Istituzionali e Corporate Governance di Assogestioni.

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 (Georgeson)

a cura di

Fabio Bianconi (Georgeson)

Sergio Carbonara (Shareholder Analyst indipendente)

Si ringrazia per la preziosa collaborazione

Giacomo Folino (Georgeson)

Beatrice Poles (Georgeson)

Nota Metodologica

La presente ricerca prende in esame le risultanze delle assemblee ordinarie degli azionisti delle Società italiane a maggiore capitalizzazione appartenenti all'indice FTSE MIB e tenutesi nel corso della stagione assembleare 2010.

Il campione analizzato è circoscritto a 32 delle 40 Società appartenenti all'indice. Più precisamente sono state escluse:

- le società cooperative, quali Banca Popolare di Milano, Banco Popolare e UBI Banca. In questo caso si è ritenuto incongruente considerare le risultanze assembleari di società per le quali la legislazione prevede ancora la regola del voto capitario;

- le società di diritto estero, quotate sull'MTA e appartenenti al FTSE MIB, quali STMicroelectronics e Tenaris;

- le società A2A, Campari e Lottomatica, che non hanno reso pubbliche le liste degli azionisti presenti nelle relative assemblee ordinarie¹.

È opportuno evidenziare, infine, che le società appartenenti all'indice FTSE MIB all'epoca delle rilevazioni sono sostanzialmente differenti da quelle che attualmente lo compongono. Di conseguenza la presente analisi ricomprende emittenti che nel frattempo sono usciti dall'indice (CIR, Geox, Italcementi ed Unipol), mentre sono stati esclusi quelli entrati più di recente (Diasorin, Enel Green Power, Fiat Industrial e Tod's).

¹ Nel confronto, dal campione di società che fa riferimento alla stagione assembleare 2009 sono state dunque escluse le società A2A, Lottomatica e Campari. L'unica variazione rispetto al campione 2010 è rappresentata da Azimut che sostituisce Mondadori.

1. ASSETTI PROPRIETARI

Fabio Bianconi (Corporate Governance Advisor - Georgeson)

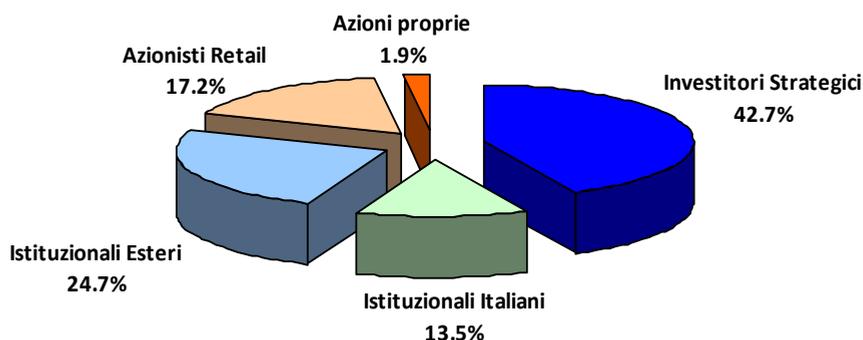
1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB

Il primo argomento preso in esame riguarda l'analisi della struttura proprietaria² delle principali società quotate in Italia.

Grafico 1

Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

Valore medio percentuale sul capitale sociale



Il grafico 1 evidenzia in modo chiaro una delle caratteristiche peculiari del mercato italiano ovvero l'alta concentrazione negli assetti proprietari. Lo dimostra il fatto che, in media, circa il 42,70% del capitale è detenuto dai c.d. azionisti strategici, in molti casi prossimi alla maggioranza assoluta

² I dati analizzati sono stati reperiti da fonti pubbliche, quali i verbali assembleari pubblicati sul sito di Borsa Italiana, le partecipazioni rilevanti risultanti da Consob, siti internet delle singole istituzioni gestrici dei fondi azionisti, *providers* di informazioni relative al mercato.

della compagine azionaria³. Seguono, in ordine di importanza, gli investitori istituzionali esteri con una quota di pertinenza pari al 24,70%, gli investitori "retail" con il 17,15% e gli investitori istituzionali italiani con il 13,50%. Infine, le azioni possedute direttamente dalla società le quali raggiungono l'1,95% dell'intera capitalizzazione.

Tabella 1

FTSE MIB: Struttura proprietaria

Confronto 2005 – 2010 (valore medio percentuale sul capitale sociale)

| Azionisti | Posizioni detenute (% su capitale sociale) | | | | | | | | |
|------------------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | MEDIA | | | MAX | | | MIN | | |
| | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 |
| Investitori strategici | 49.03 | 43.70 | 42.70 | 73.40 | 74.10 | 74.40 | 27.36 | 0.00 | 0.00 |
| Istituzionali italiani | 12.46 | 12.85 | 13.50 | 36.20 | 34.00 | 33.00 | 3.65 | 3.50 | 4.00 |
| Istituzionali esteri | 19.47 | 24.80 | 24.70 | 48.93 | 65.90 | 70.00 | 5.00 | 8.00 | 8.80 |
| Azionisti retail | 17.84 | 16.75 | 17.15 | 39.44 | 37.50 | 30.00 | 0.95 | 4.00 | 4.00 |
| Azioni proprie | 1.20 | 1.90 | 1.95 | 10.69 | 11.50 | 11.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

La tabella 1 mostra la quota di partecipazione media, massima e minima detenuta da ciascuna categoria di azionisti nel periodo 2005-2010.

³ 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 ad esempio fondi comuni di investimento e fondi pensione, le banche e le compagnie di assicurazione, etc;
- gli azionisti *retail*, che corrispondono al grande pubblico dei piccoli investitori;
- ed infine le azioni detenute dalla società stessa, sotto forma di azioni proprie.

Il grado di concentrazione delle imprese quotate italiane è progressivamente diminuito negli ultimi cinque anni. Nel dettaglio, gli azionisti strategici hanno ridotto la loro presenza nel capitale delle società italiane a maggiore capitalizzazione, passando dal 49,03% del 2005 al 42,70% del 2010⁴.

Da rilevare, inoltre, come il *trend* del valore massimo si mantenga sostanzialmente stabile, attestandosi al 74,40% nel 2010 rispetto al 74,10% registrato nel corso del 2009. Dunque una partecipazione 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 registrato nel 2009 e 2010. Tale variazione tiene in considerazione l'ingresso nell'indice di due società ad azionariato diffuso, tra i pochi esempi italiani di *public company*⁵.

Tuttavia, il dato, seppur depurato di queste eccezioni, raggiunge comunque il 22,50% e rappresenta una variazione assoluta negativa di oltre quattro punti percentuali. Valore di poco inferiore alla soglia al di sotto della quale l'azionista strategico non intende scendere. Come vedremo infatti nei prossimi capitoli, la bassa propensione all'esercizio del voto in assemblea, agevola il controllo del governo dell'impresa.

Gli investitori istituzionali italiani hanno manifestato un movimento costante negli ultimi cinque anni: la loro presenza nel capitale azionario è incrementata, passando dal 12,46% nel 2005 al 13,50% nel 2010 (con una variazione relativa di oltre il 5% in più rispetto al 2009).

Gli azionisti *retail* nel 2010 (17,15%) riallineano la quota di propria pertinenza ai valori rilevati nel 2005 (17,84%) dopo la flessione registrata nel precedente anno. Un incremento che potrebbe essere imputato all'andamento registrato nei valori azionari dell'indice FTSE MIB tra le stagioni assembleari 2009 e 2010 (si veda grafico 2) e, in genere, ad una minore attrattiva degli investitori verso i titoli di Stato e obbligazioni societarie.

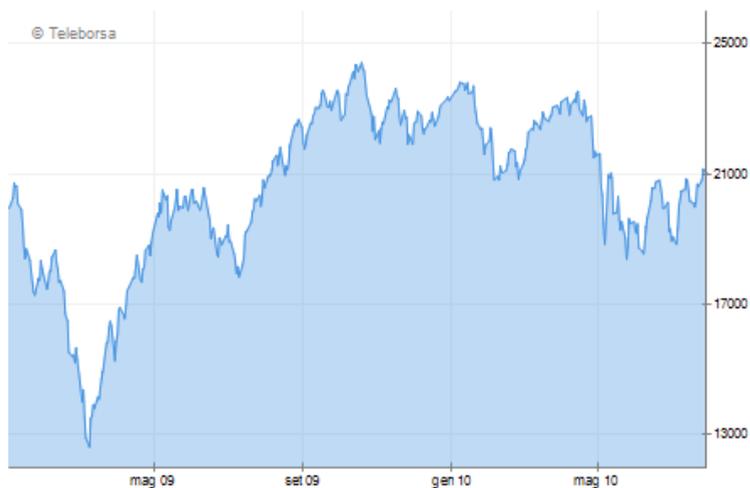
⁴ Nel 2005 il numero di società quotate inserite nella nostra indagine era di 29, nei campioni del 2009 e 2010 questo numero è salito a 32 società.

⁵ Le società a cui si fa riferimento sono Parmalat S.p.A e Prysmian S.p.A.

Grafico 2

Andamento indice azionario FTSE MIB

Periodo: maggio 2009 – maggio 2010



Gli investitori istituzionali esteri mostrano una tendenza opposta rispetto al *Core*: la loro presenza nel capitale azionario è incrementata negli ultimi quattro anni, attestandosi ad una soglia del 24,70% nel 2010, sostanzialmente in linea con quella registrata nel 2009 ma comunque in ascesa rispetto al 19,47% raggiunto nel 2005.

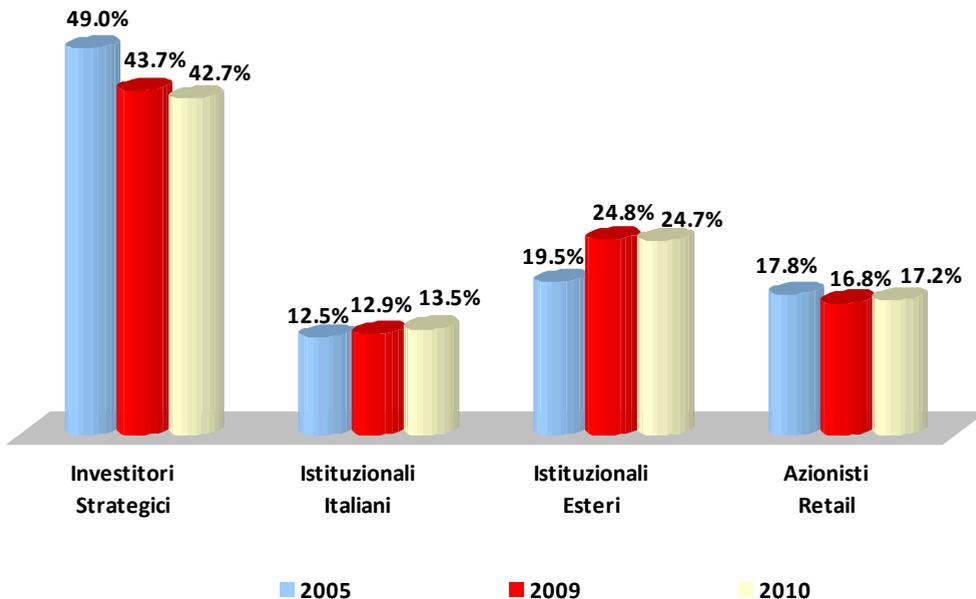
I valori massimi per questa categoria, che raggiungono nel 2010 circa il 70% del capitale, sono sostanzialmente riconducibili alla particolare struttura azionaria delle due *public companies* del campione, notoriamente Parmalat e Prysmian. Occorre inoltre sottolineare il *trend* del valore minimo che nel 2010 si assesta al di sopra dell'8% del capitale, rispetto al 5% del 2005. Sintomo questo di una crescente presenza di investitori istituzionali esteri nel capitale delle società quotate italiane.

Infine, 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'1,95% nel corso del 2010.

Grafico 3

Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

Confronto 2005-2010 (valore medio percentuale sul capitale sociale)



I lievi movimenti nella compagine azionaria negli ultimi 6 anni dimostrano come siano necessari ben più lunghi archi temporali per registrare significativi *trend* di cambiamento, anche a seguito di importanti modifiche legislative.

Come illustrato nel grafico 3 ad ogni oscillazione nella quota di pertinenza dell'azionista strategico corrisponde una variazione nella partecipazione al capitale da parte degli azionisti di minoranza. Variazione che non risulta necessariamente proporzionale tra le varie categorie di soci.

Nello specifico, il grado di sensibilità delle differenti classi di azionisti al variare della quota detenuta da quelli strategici può essere indagata, per l'anno di riferimento 2010, attraverso il confronto tra le cinque società maggiormente controllate e quelle meno controllate, così come presentato nella seguente tabella.

Tabella 2

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

| Società | Posizioni detenute (% sul capitale sociale) | | | | |
|----------------------------|---|-------------------------|-------------------------|------------------|----------------|
| | Investitori strategici | Istituzionali domestici | Istituzionali stranieri | Azionisti retail | Azioni proprie |
| 5 società meno controllate | 15.31 | 15.90 | 46.86 | 19.50 | 2.43 |
| 5 società più controllate | 67.70 | 11.20 | 10.65 | 9.75 | 0.70 |
| Media Emittenti FTSE MIB | 42.70 | 13.50 | 24.70 | 17.15 | 1.95 |

Il primo fattore che emerge è l'elevato livello di controllo delle società italiane che, anche nel limite inferiore delle società con un azionariato più diffuso, si attesta su un valore pari al 15,31%.

Sembrerebbe 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 oltre 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 36,21 punti percentuali.

Analogamente, gli investitori individuali manifesterebbero la stessa tendenza nel preferire l'investimento in aziende meno dominate dagli strategici. La variazione in questo caso è pari a 9,75 punti percentuali, inferiore comunque a quella osservata per gli azionisti esteri.

Nella categoria degli istituzionali domestici, non sembrerebbe emergere un'accentuata 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 4,7 punti percentuali. Curioso il fatto che nelle società meno controllate le quote

di pertinenza del Core si eguagliano a quelle degli istituzionali domestici e comunque si mantengono inferiori a quelle detenute dal segmento *retail*.

In conclusione, 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*.

| Società | Posizioni detenute (% sul flottante) | | |
|----------------------------|--------------------------------------|-------------------------|------------------|
| | Istituzionali domestici | Istituzionali stranieri | Azionisti retail |
| 5 società meno controllate | 22.55 | 52.03 | 25.36 |
| 5 società più controllate | 35.29 | 34.67 | 30.10 |

L'analisi dei valori assoluti della struttura azionaria rapportata al capitale sociale potrebbe però condurre a considerazioni fuorvianti sull'effettivo comportamento degli investitori rispetto al grado di controllo sulle società analizzate.

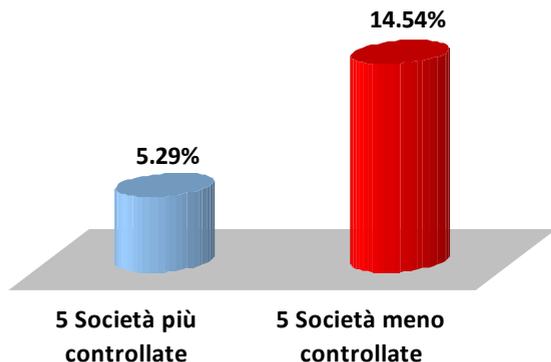
A dimostrazione di ciò, se confrontiamo i possessi azionari al capitale depurato dalla componente strategica (tabella 3), eliminando dunque gli effetti delle variazioni di tali investitori, notiamo come il comportamento degli istituzionali domestici ed esteri sia diametralmente opposto. Infatti, mentre gli esteri concentrano gli investimenti sulle società meno controllate, rappresentandone oltre la metà del flottante (52% circa), gli istituzionali domestici incrementano notevolmente il proprio peso sul *free float*⁶ delle società più controllate (dal 22% al 35% circa). Inoltre, si osserva come

⁶ Il *free float* ovvero flottante, è quella quota di capitale delle società che esula da quella di pertinenza degli azionisti strategici.

l'azionista individuale predilige società molto controllate (30,1% rispetto al 25,36%) che almeno apparentemente diano la percezione di una maggiore stabilità di gestione.

Grafico 4

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



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 capitalizzazione⁷.

Nelle cinque aziende dove è più presente la componente *Core*, la capitalizzazione media raggiunge solo il 5,29% del totale del campione analizzato, contro il 14,54% 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* sia un aspetto caratterizzante alcune tra le principali realtà industriali e finanziarie italiane a più alta vocazione internazionale.

⁷ Il livello di capitalizzazione è stato calcolato alla data di convocazione delle assemblee.

1.2 Azionista di controllo

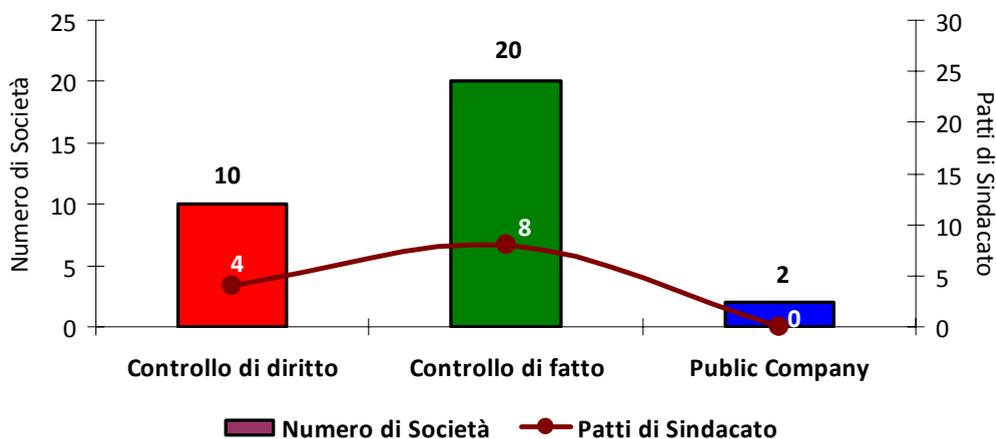
Come evidenziato nel precedente paragrafo, l'assetto proprietario delle maggiori società italiane risulta fortemente concentrato nelle mani di pochi soggetti.

1.2.1 Identificazione dell'azionista di controllo e modelli di controllo

Oltre un terzo delle società incluse nel campione è controllata da un azionista che detiene oltre il 50% delle azioni con diritto di voto. Mentre una non trascurabile percentuale costituisce maggioranze assolute, stabili o provvisorie, attraverso accordi tra gli azionisti quali i patti di sindacato.

Grafico 5

FTSE MIB: Identificazione del modello di controllo



Come deduciamo dal grafico 5 la forma di controllo più estesa in Italia è quella “di fatto”, caratterizzata da uno o più azionisti che, pur detenendo percentuali di capitale inferiori al 50%, esercitano una posizione dominante sul governo societario in virtù della bassa partecipazione delle minoranze all'evento assembleare (si veda il capitolo 2). Nel 40% dei casi evidenziati il

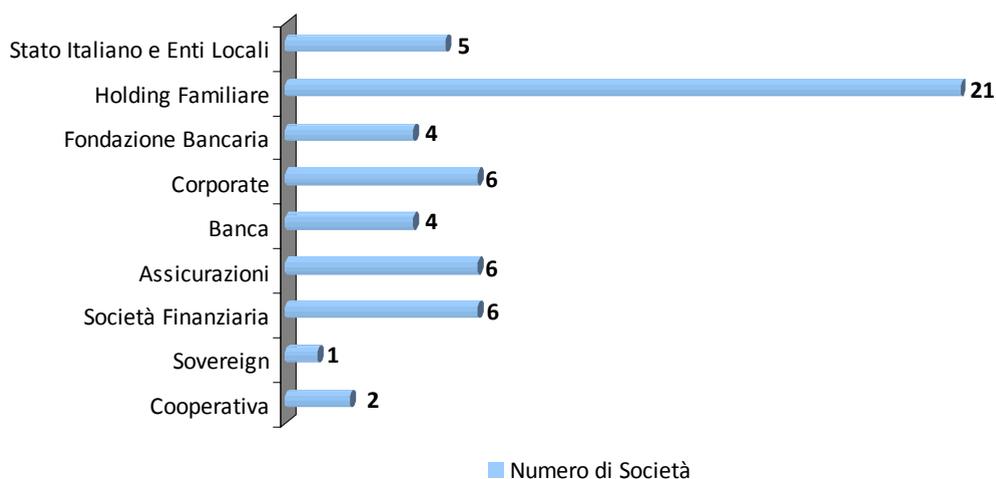
controllo è garantito attraverso la stipula dei cosiddetti patti parasociali che includono anche sindacati di voto e sindacati di blocco⁸.

Il controllo “di diritto”, invece, rappresenta circa un terzo del campione. In questa fattispecie il *Core* detiene saldamente la maggioranza assoluta del capitale ricorrendo, in un terzo dei casi, all’utilizzo dei sopramenzionati patti.

Diversa la situazione per le due *public company*, caratterizzate da una ampia frammentazione della proprietà e dall’assenza di un azionista di riferimento capace di poter influenzare l’andamento gestionale della società.

Grafico 6

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



⁸ I patti parasociali sono accordi fra gli azionisti, intervenuti fuori dall’atto costitutivo, con i quali gli stessi dispongono di propri diritti vincolandosi reciprocamente ad esercitarli in un modo predeterminato, per perseguire delle finalità comuni. Tra le tipologie di patti individuiamo i sindacati di voto, che regolano il comportamento di voto nelle votazioni di un organo collegiale della società; i sindacati di blocco, che impegnano i soci a non vendere le proprie azioni o a venderle a determinate condizioni; i patti di previa consultazione che impegnano invece gli azionisti a discutere preventivamente il proprio orientamento di voto anche se libero da vincoli.

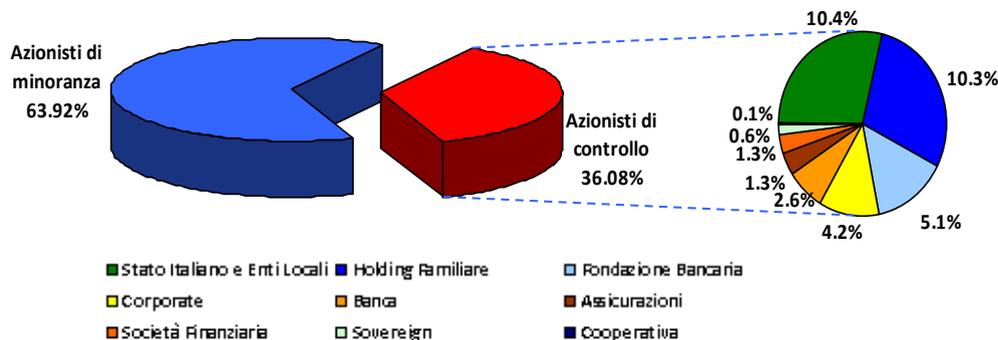
Lo studio ha rilevato che, nonostante i diversi assetti proprietari, le società presentano modalità di controllo ricorrenti (si veda grafico 6).

Il controllo familiare riguarda 21 società, oltre la metà del campione analizzato. Sono stati inclusi tutti quei casi in cui il governo societario è nelle mani di un singolo individuo (spesso imprenditore-fondatore) o condiviso 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 direzione⁹. Come si evince dal grafico 7 questa forma di controllo rappresenta il 10,30% in termini di capitalizzazione del campione analizzato.

Le società finanziarie e le assicurazioni sono presenti come azionisti di controllo in 6 compagnie rappresentando rispettivamente il 1,34% e 1,35% della capitalizzazione totale.

Grafico 7

FTSE MIB: Tipologia di azionista di controllo, peso sulla capitalizzazione complessiva di Borsa



Diverso il discorso per i cosiddetti investitori *corporate*, ovvero realtà industriali o finanziarie che partecipano al capitale delle società soprattutto attraverso patti di sindacato. Questi, sebbene presenti in solo 6 società, valgono oltre il 4% dell'intera capitalizzazione sotto esame.

⁹ A. ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, 2007, pag. 226.

La proprietà statale caratterizza invece 5 società del campione¹⁰. Appartengono a tale categoria tutte le imprese controllate direttamente dallo Stato o dagli enti locali¹¹. 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 situazione¹². In termini di capitalizzazione, le suddette partecipazioni valgono il 10,43% del totale.

In 4 casi, Banche e Fondazioni Bancarie si annoverano tra i soci di riferimento con una quota rispettivamente del 2,64% e 5,10% del capitale, mentre le Cooperative partecipano al controllo di soltanto due delle società considerate.

Infine i fondi sovrani o *sovereign* che, anche se indirettamente, contribuiscono alla stabilità del governo societario di una sola compagnia, con circa lo 0,64% della capitalizzazione.

Evidentemente la presente analisi non ha tenuto in considerazione quelle società che presentano una forte dissociazione fra proprietà e controllo¹³, vale a dire Prysmian e Parmalat.

¹⁰ Il numero arriva a 8 se consideriamo il controllo indiretto, come nel caso di partecipazioni attraverso società controllate. È questo il caso di Ansaldo, Snam e Saipem.

¹¹ Si considerano in questa categoria anche le società partecipate dalla Cassa Depositi e Prestiti che pur essendo una società per azioni a controllo pubblico (70%) è detenuta anche per il 30% da 66 Fondazioni di origine bancaria.

¹² A. ZATTONI, op.cit., pag. 227.

¹³ M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Il Mulino, 2004, pag. 237.

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

Fabio Bianconi (Corporate Governance Advisor - Georgeson)

Nella vita societaria il potere di *voice* degli azionisti si concentra nel momento della formazione della volontà assembleare e del voto¹⁴. Proprio per questo, la seconda parte dello studio prende in esame i dati relativi alla stagione assembleare 2010 confrontandoli con quelli registrati nelle precedenti rilevazioni (2005 e 2009).

2.1 La stagione assembleare

2.1.1 La datazione dell'evento assembleare

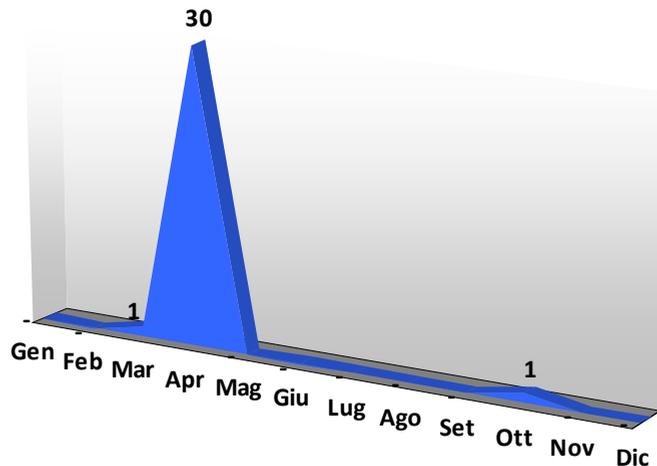
Come prima variabile di analisi prendiamo in considerazione la collocazione temporale della cosiddetta *proxy season* (grafico 8).

I dati raccolti evidenziano un sovraccarico di assemblee intorno ad un limitato arco temporale, che generalmente si colloca tra la metà e la fine del mese di Aprile. Nella stagione assembleare del 2010 l'80% delle riunioni è stato infatti convocato tra il 14 e il 30 aprile. Tale realtà, tra l'altro riscontrabile anche in numerosi altri mercati europei, di fatto limita fortemente i tempi a disposizione degli investitori che hanno più titoli in portafoglio per la valutazione delle proposte sottoposte all'approvazione degli azionisti.

¹⁴ P. CIOCCA – I. MUSU, *Governo e finanza d'impresa*, Bollati Boringhieri, 2006, pag. 240.

Grafico 8

FTSE MIB: Numero di eventi assembleari per mese



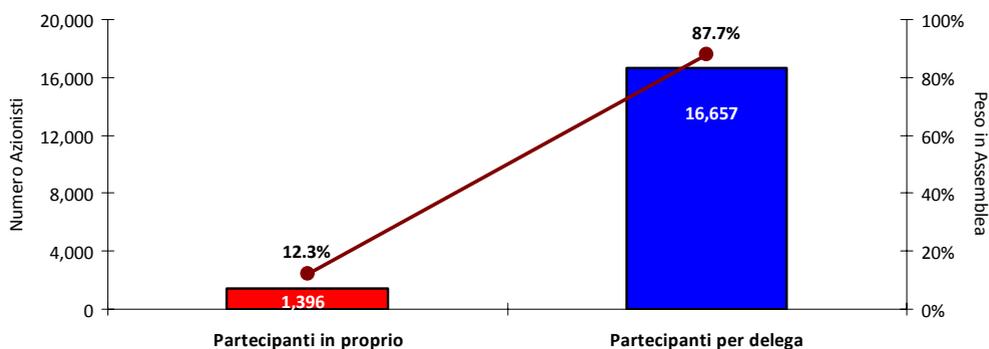
Possibili miglioramenti su tale fronte potrebbero ravvisarsi a partire dalla stagione assembleare 2011. Infatti una delle novità introdotte dal decreto 27/2010, che implementa la Direttiva sui Diritti degli Azionisti, riguarda la possibilità per gli emittenti di differire i tempi per la convocazione dell'assemblea ordinaria tenuta all'approvazione del bilancio¹⁵, con l'evidente vantaggio di mettere a disposizione degli investitori tempi più congrui per l'analisi della documentazione assembleare.

¹⁵ Ai sensi dell'art. 154-ter del TUF, lo statuto potrà prevedere un termine maggiore, comunque non superiore a 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale ai sensi dell'art. 2364, comma 2, del codice civile e sempre a condizione che la società sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato o che concorrano particolari esigenze organizzative e strutturali.

2.1.2 La rappresentanza in assemblea

Da un'analisi dei verbali d'assemblea ordinaria del 2010 emerge che il numero totale di azionisti rappresentati in assemblea nel corso dell'anno sia stato pari a 18.053, un numero corrispondente ad una media di 564 azionisti presenti per evento considerato¹⁶.

Grafico 9 FTSE MIB: Modalità di partecipazione in assemblea



Il grafico 9 dimostra come per circa l'88% del capitale presente il voto sia 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 43 per *meeting* considerato, per un totale di 1.396. La percentuale di capitale votata in assemblea è circa un settimo di quella per delega.

Va sottolineato come la partecipazione degli investitori individuali si sia concentrata soprattutto negli eventi assembleari di società appartenenti al comparto bancario e assicurativo. In circa un terzo dei casi esaminati il loro

¹⁶ Azionisti sommati per assemblea. La cifra include quindi investitori presenti anche in più eventi. Il numero di partecipanti unici, come si vedrà in seguito, è pari a 3.410.

numero era comunque inferiore alle 10 unità, a conferma dello scarso *appeal* che l'assemblea annuale degli azionisti riveste tra i soci *retail*.

A tal proposito un incentivo alla partecipazione di questa categoria di azionisti, da sempre diffidente ad un più attivo *engagement* nella gestione delle società investite, potrebbe derivare dall'introduzione di un nuovo istituto, il rappresentante designato della società¹⁷, un soggetto al quale i soci potranno conferire la propria delega senza oneri a loro carico.

2.1.3 Il quorum costitutivo

La seconda variabile oggetto di indagine è il quorum costitutivo dell'assemblea ordinaria dei soci. Esso rappresenta il primo indicatore relativo all'esercizio dei diritti assembleari (tabella 4).

Rapportato ai risultati del 2005, il dato dell'ultima stagione assembleare evidenzia un decremento: il valore medio registrato nel 2010 risulta pari al 52,28%, con una diminuzione rispetto al 2005 pari a 3,57 punti percentuali. Tale dato, peraltro, risulta nettamente inferiore alla media registrata nei principali mercati europei, dove oltre il 61,5% del capitale sociale è mediamente presente in assemblea¹⁸.

Nello specifico, va sottolineato come il mercato italiano venga ancora considerato dagli investitori esteri come uno *shareblocking country*, per la pratica di blocco delle azioni durante la trasmissione del voto lungo la catena degli intermediari. Pratica che di fatto ostacola la libera disposizione delle stesse¹⁹. Tuttavia, l'introduzione dell'istituto della *record date*, così come disciplinata dal nuovo art. 83-sexies del TUF, pone le basi per un superamento di tale problematica riducendo il margine temporale per un

¹⁷ Ai sensi del nuovo articolo 135-undecies del TUF.

¹⁸ ISS, "2010 Voting Results Report", pag. 6.

¹⁹ É possibile che le banche custodi, cioè coloro che raccolgono le istruzioni di voto provenienti dagli azionisti, impongano lo *share blocking* agli azionisti nei giorni immediatamente precedenti lo svolgimento dell'assemblea. 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 a non votare, piuttosto che vedere limitata la possibilità di disporre dei propri *stock*.

ipotetico blocco delle azioni tra le *cut off date* di voto degli investitori esteri e appunto la data di registrazione.

Marcata la variazione negativa anche rispetto al 2009, pari a circa due punti percentuali²⁰. Da rilevare che il livello minimo di quorum (25,12%) registrato nel 2010 è nettamente inferiore al primo anno di rilevazione ma comunque in aumento rispetto al 2009 quando tale valore si attestava al 21,43%.

Tabella 4

FTSE MIB: Quorum costitutivi assemblea ordinaria dei soci Confronto 2005-2010 (valore medio percentuale sul capitale sociale)

| Quorum | MEDIA | | | MAX | | | MIN | | |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 |
| Quorum costitutivo raggiunto | 55.85 | 54.30 | 52.28 | 86.19 | 79.60 | 78.68 | 34.60 | 21.43 | 25.12 |
| Quorum ex azionisti strategici | 8.08 | 11.10 | 10.70 | 47.55 | 21.37 | 26.00 | 0.83 | 2.96 | 0.90 |
| Intensità di partecipazione del <i>free float</i> | 16.15 | 21.37 | 18.80 | 60.07 | 51.04 | 43.60 | 2.63 | 4.96 | 3.52 |

Il livello del quorum costitutivo al netto della presenza degli azionisti strategici, ovvero il c.d. *free float*, rimane ancora molto basso se confrontato con la media di partecipazione a livello europeo per le *minorities* (37,2%)²¹. Tale valore si mantiene infatti a circa un quinto del totale.

²⁰ Su tale dato influisce anche la differente composizione del nostro campione di indagine; è infatti uscita Mondatori S.p.A con un quorum del 64% sostituita da Azimut S.p.A con una partecipazione media di circa il 32%.

²¹ ISS, "2010 Voting Results Report", pag. 9.

I dati mostrano comunque un aumento della partecipazione assembleare degli azionisti ex strategici²² di 2,6 punti percentuali rispetto al 2005. Nel 2010, infatti, gli stessi raggiungono il 10,70% del capitale rappresentato in assemblea.

Il *trend* positivo si manifesta nel costante incremento dell'intensità di partecipazione²³ delle minoranze rispetto alle azioni detenute, che muove dal 16,15% del 2005 al 18,8% del 2010. Tale variabile verrà approfondita nei prossimi paragrafi.

Alla luce di queste rilevazioni risulta evidente che in Italia la quota di capitale necessaria a mantenere saldamente la gestione societaria, considerato il quorum costitutivo, è di poco superiore al 26%. Se invece consideriamo il flottante medio in assemblea, ne risulta che la soglia di controllo potrebbe scendere sotto i 15 punti percentuali.

Sicuramente quest'ultimo è un dato che stride con quello che è il possesso medio per l'azionista *Core*, circa il 43% e che ancora una volta porta in primo piano le conseguenze di un mercato concentrato, strutturalmente debole²⁴ e caratterizzato da uno scarso ruolo del mercato dei capitali.

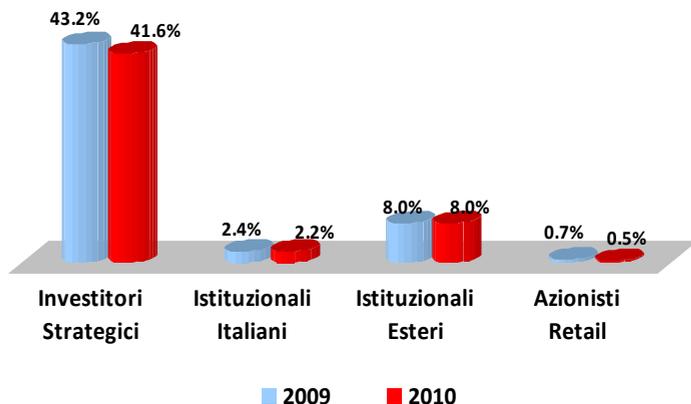
²² Per "quorum ex strategici" si intende la quota di capitale sociale portata in assemblea cumulativamente da parte degli azionisti di minoranza, ovvero quelle categorie di azionisti diverse rispetto agli azionisti di controllo. Si tratta pertanto di una porzione già contenuta all'interno del quorum costitutivo complessivo evidenziato nella tabella 4 e da esso scorporata per consentirne l'evidenza statistica.

²³ "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.

²⁴ CONSOB, Relazione per l'anno 2009.

Grafico 10

FTSE MIB: Scomposizione del quorum per categoria di azionisti



I dati inerenti il quorum, se scorporati in base alle diverse categorie di azionisti (grafico 10), riflettono ancora una volta l'elevato grado di concentrazione dell'assetto proprietario delle imprese italiane. Gli azionisti strategici, in media, vedono rappresentato il 41,6% del capitale azionario, con un calo assoluto di 1,6 punti rispetto al 2009 e imputabile sostanzialmente ad una variazione nella composizione del campione della nostra analisi²⁵.

Gli investitori istituzionali, congiuntamente, continuano a portare in assemblea circa il 10,2%, 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*, che continua a rimanere inferiore al punto percentuale.

²⁵ Si fa riferimento all'uscita della società Mondatori dall'indice FTSE Mib con un *core* superiore al 50% per Azimut S.p.A con un *core* inferiore al 25% del capitale. Inoltre si segnala la cessione delle partecipazioni di Goldman Sachs dal capitale di Prysmian con il 16,8% che l'ha di fatto trasformata in una *public company*.

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*²⁶ (79,56% nel 2010) nonostante si registri un calo di oltre quattro punti percentuali rispetto al 2005.

Tabella 5

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

Confronto 2005-2010 (valore medio percentuale sul capitale presente)

| Categoria di azionisti | Incidenza percentuale | | | | | | | | |
|------------------------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| | MEDIA | | | MAX | | | MIN | | |
| | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 |
| Investitori strategici | 85.13 | 79.55 | 79.56 | 98.88 | 95.40 | 98.30 | 49.57 | 0.00 | 0.00 |
| Istituzionali italiani | 7.14 | 4.44 | 4.20 | 42.87 | 23.10 | 22.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Istituzionali esteri | 6.40 | 14.73 | 15.30 | 17.64 | 85.40 | 94.30 | 0.24 | 2.86 | 3.48 |
| Azionisti retail | 1.33 | 1.28 | 0.94 | 23.25 | 10.90 | 8.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

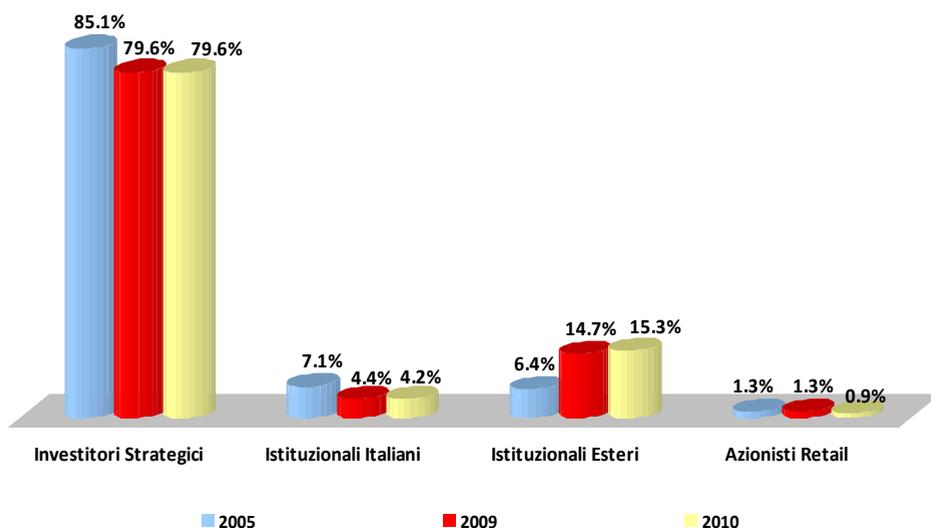
Per quanto riguarda gli investitori istituzionali domestici è necessario evidenziare una diminuzione della loro incidenza sul capitale presente. Dal 7,14% del 2005 si passa al 4,20% del 2010, con una variazione assoluta negativa di quasi 3 punti percentuali. Più incisiva la contrazione nel valore massimo, praticamente dimezzato nel 2010 (22,50%). La bassa affluenza al voto risente dell'elevata concentrazione del mercato del risparmio gestito, circoscritta ad un numero esiguo di società e molto spesso originata da

²⁶ Il *voting power* rappresenta, in termini percentuali, il peso di ciascun azionista durante l'evento assembleare.

pochi gruppi bancari e assicurativi. Una situazione che evidenzia un ridotto livello di indipendenza dal gruppo di appartenenza in grado di ripercuotersi anche sulle stesse politiche di partecipazione agli eventi assembleari²⁷. Ovviamente il peso percentuale degli azionisti strategici sul capitale portato in assemblea nel suo valore minimo risulta pari a zero. Infatti, gli ultimi due anni di riferimento tengono conto sia di Parmalat che di Prysmian, le due *public companies* italiane²⁸. Si evidenzia come, in assenza dei dati relativi alla suddette compagnie, il valore in questione raggiungerebbe il 51,15% peraltro in linea con il 49,57% del 2005.

Grafico 11

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



Il grafico 11 mette in risalto l'equilibrio di forze nelle assemblee svolte nelle stagioni assembleari 2005 e 2010.

²⁷ 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.

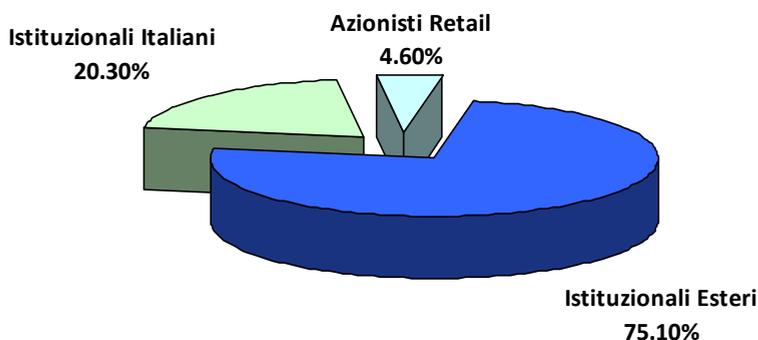
²⁸ Parmalat S.p.A. veniva infatti quotata soltanto il 6 Ottobre 2005 e non risulta quindi, inclusa nel campione dell'anno di riferimento 2005. Analogamente Prysmian, con la cessione della quota da parte dell'azionista di riferimento nel 2010, diveniva la seconda *public company* italiana.

Come rilevato precedentemente, le flessioni degli investitori italiani, compreso il *retail*, sono state compensate da un sensibile aumento in termini di importanza da parte degli investitori istituzionali esteri. Nello specifico l'incidenza media è incrementata dal 6,40% del 2005 al 15,3% dello scorso anno. Indubbio il contributo di Parmalat e Prysmian che spingono il valore massimo dal 17,64% del 2005 al 94,30% del 2010²⁹. Per quanto riguarda il valore minimo, a differenza delle altre due categorie rientranti nel *free float*, migliora il *trend* negli ultimi sei anni, confermando la crescente sensibilità all'evento assembleare.

Da ultimo, il trend del segmento *retail* che, in netto calo nel 2010 rispetto alle due precedenti rilevazioni, rappresenta un chiaro sintomo della crescente apatia da parte degli investitori individuali verso l'evento assembleare.

Grafico 12

FTSE MIB: Incidenza sul flottante in assemblea per categoria di azionisti di minoranza



Se riportiamo i valori della partecipazione di ciascun azionista sul flottante (grafico 12) si può notare come gli istituzionali esteri da soli detengano in media circa i tre quarti del *voting power*, confermando una indiscussa leadership tra le *minorities*.

²⁹ L'assetto proprietario di Parmalat S.p.A e Prysmian S.p.A 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 votate in assemblea e quelle effettivamente 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, 2009 e 2010, è riportata nella tabella 6.

Tabella 6

FTSE MIB: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti
Confronto 2005-2010 (valore medio percentuale)

| Categoria di azionisti | Intensità di partecipazione | | | | | | | | |
|------------------------|-----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| | MEDIA | | | MAX | | | MIN | | |
| | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 | 2005 | 2009 | 2010 |
| Investitori strategici | 94.19 | 98.85 | 97.40 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 68.15 | 79.00 | 80.65 |
| Istituzionali italiani | 31.65 | 18.67 | 16.20 | 99.52 | 63.30 | 73.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Istituzionali esteri | 16.03 | 32.25 | 32.40 | 45.48 | 94.90 | 86.20 | 2.96 | 5.97 | 10.11 |
| Azionisti retail | 2.74 | 4.18 | 2.90 | 28.02 | 29.20 | 18.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

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, confermate dal valore minimo dell'intensità di partecipazione, che per gli strategici raggiunge l'80% nel 2010.

Il dato medio relativo agli investitori istituzionali domestici risulta invece diminuito, con una variazione assoluta negativa di oltre 15 punti percentuali.

Al costante aumento della quota detenuta da questa categoria nel capitale delle società non è infatti seguito un incremento delle posizioni rappresentate in assemblea³⁰. L'attitudine al voto degli investitori istituzionali italiani risulta tra le più basse registrate a livello europeo nel comparto; sono stati addirittura tre i *meetings* disertati nell'ultima stagione, pari al 10% del nostro campione.

Tuttavia i valori massimi sembrano confermare un lieve miglioramento rispetto al 2009, con una propensione al voto che ha raggiunto in almeno un evento assembleare il 73,90%.

L'intensità media di partecipazione degli azionisti *retail* (2,90%) ripiega ai livelli del 2005 (2,47%) dopo l'impennata del 2009. Ricordiamo che questo dato è da sempre influenzato dai livelli di presenze registrate presso alcune società emittenti e, dunque, soggetto ad incrementi sostanziali nel caso ad esempio di elezioni delle cariche sociali, come verificatosi appunto nel 2009³¹.

Tuttavia l'analisi dei valori minimi, pari a zero per gli istituzionali domestici e *retail*, suggerisce che almeno in un caso, queste categorie hanno disertato l'evento assembleare. Diversa la tendenza per gli investitori esteri che, con una percentuale minima del 10,11%, 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 investono³².

Una visualizzazione dell'intensità media di partecipazione registrata per le diverse categorie di azionisti nel 2005 e nel 2010 viene rappresentata nel Grafico 13.

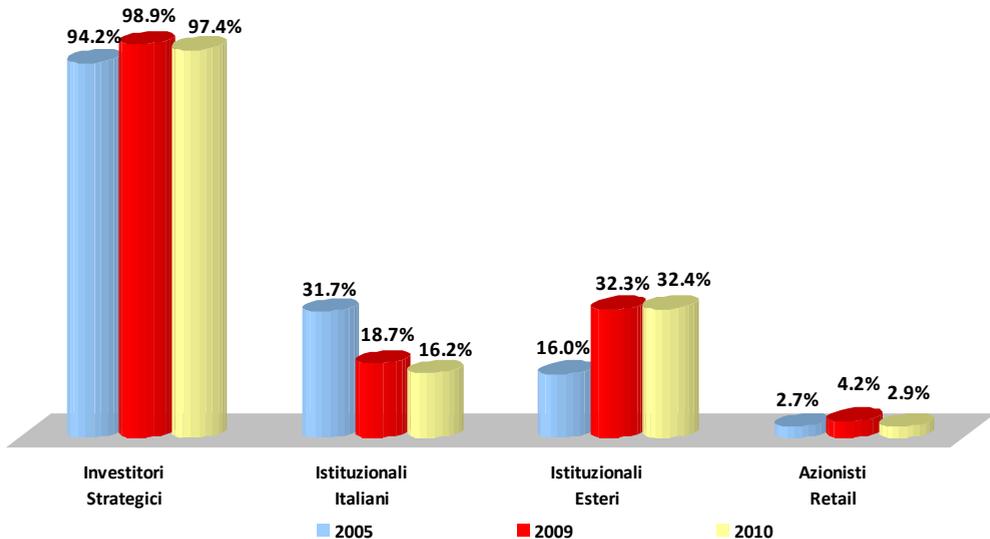
³⁰ Gli investitori istituzionali italiani hanno incrementato le posizioni detenute nelle società del campione dal 12,46% del 2005 al 13,50% del 2010.

³¹ Nella stagione assembleare 2010 si sono tenuti i rinnovi della cariche sociali nelle società Telecom S.p.A, Assicurazioni Generali S.p.A e Fiat S.p.A.

³² 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 13

FTSE MIB: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti



Vale la pena ribadire come la variazione più significativa riguardi la categoria degli istituzionali esteri, la quale vede praticamente raddoppiare la propria disposizione al voto rispetto al 2005. In media per ogni 100 azioni detenute dagli investitori stranieri, ben 32 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 - non sembrano spiegare completamente il dato relativo all'intensità di partecipazione.

L'attivismo delle minoranze in Italia: un commento

Fabio Bianconi (Corporate Governance Advisor - Georgeson)

Non è facile trovare un'evidenza empirica che testimoni una correlazione positiva tra pratiche attiviste da parte di azionisti e un incremento della performance aziendale³³.

Più difficile determinare l'impatto del cosiddetto *private engagement* tra gli attivisti e le società, anche se l'efficacia di tali iniziative è spesso legata al sistema normativo e alle pratiche del mercato in cui si trova ad operare³⁴.

L'attivismo degli investitori istituzionali è necessariamente influenzato dalla tipologia e stile di investimento: *doing activism* richiede infatti un notevole impiego in termini di capitale e competenze. *Portfolio Managers*, che perseguono strategie quantitative, difficilmente sostengono tali pratiche così come quei fondi che per la loro natura investono piccole posizioni su una moltitudine di compagnie con dei costi di gestione generalmente molto bassi.

L'obiettivo di molti fondi attivisti, preminentemente *Hedge Funds*, muove dal naturale desiderio di massimizzare il profitto nel breve termine attraverso un elevato dispendio di risorse, anche a discapito degli interessi di altri *stakeholders*. L'assenza di regolamentazione e di adempimenti amministrativi, nonché di certi obblighi di *disclosure* rispetto a quanto previsto per altri veicoli d'investimento (vedi *Mutual Funds*), pone gli *Hedge Funds* nella posizione migliore per entrare e crescere nel capitale delle compagnie senza destare troppa attenzione nel management. Il fatto di detenere pacchetti azionari più consistenti in un numero di compagnie, ridotto rispetto ad altri investitori, facilita l'esercizio di un intervento più diretto. Il loro attivismo è tendenzialmente strategico ed *ex ante*: come detto, la prima valutazione verte sul possibile impatto sul valore azionario in un precario equilibrio tra situazioni di *risk arbitrage* (soprattutto durante

³³ WAHAL, S. "Pension Fund Activism and Firm Performance." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 1996, pagg. 1-23.

³⁴ M. BECTH, J. FRANKS, J. GRANT, "Hedge Fund Activism in Europe", ECGI, Finance working paper n. 283/2010, p.6.

merger, acquisitions, spin offs) e battaglie per il *corporate control*³⁵. Ne sono dimostrazione le recenti vicende intorno al destino della società Parmalat³⁶. Il momento del voto per ratificare un'acquisizione ad esempio, è troppo avanzato affinché il contributo di tali investitori possa apportare un valore aggiunto; l'*engagement* deve essere infatti continuativo e sistematico per incidere nei processi decisionali delle società investite³⁷. La disponibilità di vaste risorse impatta anche sul fattore tempo: la capacità di reagire rapidamente e modulare il corso d'azione è infatti essenziale rispetto al raggiungimento di un efficace attivismo.

Diverso l'approccio dei tradizionali investitori istituzionali, specificamente *Pension Funds* e *Mutual Fund*, che, in genere, scontano politiche di investimento diversificate al fine diminuire il rischio di esposizione, una stretta regolamentazione e conflitti d'interesse. Questa modalità di attivismo può essere definita come incidentale ed *ex-post* in quanto spesso originata da problematiche connesse alla performance azionaria e alla struttura di *governance* delle società partecipate³⁸. Per tali soggetti, intraprendere una gestione operativa nel governo delle migliaia di società in cui investono, e capace di incidere nell'attività decisionale, si rivela pressoché impossibile. Il costo di un tale *engagement* si ripercuoterebbe sugli stessi oneri di amministrazione rendendolo insostenibile anche per i loro sottoscrittori. Quindi, considerata anche l'ampiezza dei portafogli, tali iniziative si trovano spesso ad insistere su una moltitudine di compagnie con il modesto obiettivo di ottenere anche lievi miglioramenti strutturali ma con un impiego di risorse contenuto. Questo spiega l'utilizzo sempre più diffuso di consulenti specializzati nella *Proxy Advisory* realizzando quello che potremmo definire un *engagement* indiretto e standardizzato.

³⁵ Ricordiamo, per l'Italia, il recente *engagement* dell'Hedge Fund americano Knight Vinke su Eni facendo leva anche su un ampio uso dei mezzi di comunicazione.

³⁶ I fondi attivisti Skagen, Mackenzie e Zenit in rottura con la precedente gestione, dopo aver siglato l'accordo per presentare una lista di candidati (gennaio 2011), hanno ceduto le proprie quote alla francese Lactalis (leader nel settore lattiero-caseario) a ridosso del termine per il rinnovo delle cariche sociali.

³⁷ J. R. MACEY, "*Corporate Governance quando le regole falliscono*", IBL, 2008, pag. 367.

³⁸ M. KAHAN, E. B. ROCK, "*Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*", University of Pennsylvania Law Review, vol. 155, n.5, May 2007, pag. 1069.

Tuttavia, tali politiche contribuiscono in maniera sempre maggiore ad adeguamento le strutture societarie a quelle che sono le *best practices* di *corporate governance* riconosciute a livello internazionale con ripercussioni non trascurabili sullo stesso quadro normativo di riferimento.

Le nostre rilevazioni dimostrano comunque come, negli ultimi anni, questi investitori abbiano progressivamente focalizzato il proprio attivismo su aspetti più circostanziati, quale ad esempio il *corporate control*, soprattutto durante l'elezione degli organi di amministrazione e di controllo. Va detto inoltre che alcuni investitori, notoriamente britannici, si sono spinti oltre, adeguando i loro schemi di *engagement* e di voto a degli standard condivisi, sulla base di un approccio di "*comply or explain*"³⁹.

Al di là delle considerazioni di merito, l'iniziativa di alcuni *Hedge Funds* continua a rappresentare un catalizzatore per l'azione di quegli investitori notoriamente più passivi e in mercati tradizionalmente digiuni da pratiche attivistiche. Per quanto riguarda il mercato azionario italiano dal 2000 al 2008, si segnalano solamente 29 iniziative da parte di fondi attivisti⁴⁰. L'esperienza pratica dimostra ancora come, per alcuni investitori istituzionali, l'attivismo coincida con il mero esercizio del voto in assemblea.

Alcuni studi hanno addirittura evidenziato una correlazione positiva tra il rapido incremento delle posizioni nel capitale delle società da parte degli investitori esteri e un miglioramento della *performance* sia in termini di valore azionario che di governo societario⁴¹.

Tra l'altro, le recenti innovazioni legislative introdotte dalla Direttiva sui Diritti degli Azionisti muovono proprio dall'intento di salvaguardare gli interessi delle minoranze, preminentemente istituzionali, attraverso un esercizio più fluido e consapevole dei poteri d'intervento e di controllo.

Nella seguente sezione verrà analizzato proprio il comportamento di voto degli investitori istituzionali durante l'ultima stagione assembleare e il relativo grado di sensibilità verso le principali *corporate matters*.

³⁹ Si veda il recente "*UK Stewardship Code*" predisposto dal Financial Reporting Council del luglio 2010.

⁴⁰ M. BEETH, J. FRANKS, J. GRANT op.cit., pag. 30.

⁴¹ R. AGGARWAL, I. EREL, M. FERREIRA, P. MATOS, "*Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*", p.37, non pubblicato.

3. LA PARTECIPAZIONE ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE

Sergio Carbonara (Shareholder Analyst indipendente)

3.1. Introduzione

La presente ricerca prende in esame le risultanze delle assemblee ordinarie tenutesi nel corso del 2010 da parte delle società italiane a maggiore capitalizzazione, appartenenti all'indice FTSE MIB.

Lo scopo primario di questa sezione dell'analisi è verificare i comportamenti assembleari delle differenti categorie di azionisti, al fine di individuare eventuali linee guida omogenee all'interno dei vari gruppi, nonché la partecipazione per Paese di origine e per singolo gestore. In ultima istanza, l'analisi si pone la seguente domanda: le società italiane sono pronte a diventare *public companies*? Una *public company* pura si definisce come una società in cui non esiste alcun azionista o gruppo di azionisti di riferimento, in cui l'intero capitale è circolante sul mercato azionario. In assenza di un "socio forte", il potere decisionale è quindi quasi equamente diviso tra il *management* e gli *shareholders*. Uno degli scopi che si prefigge la presente analisi è capire se, in assenza di soci di controllo, le società italiane incontrerebbero comunque il consenso del mercato, vedendo garantita la continuità della gestione, in particolare attraverso l'approvazione dei risultati di bilancio e la nomina degli organi di gestione.

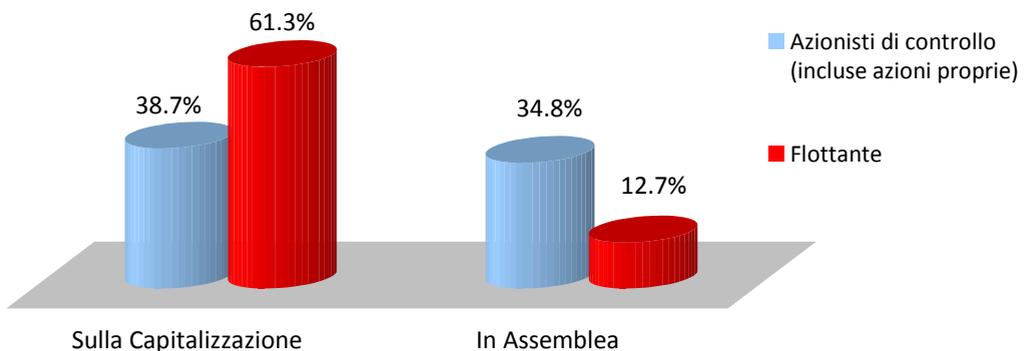
Tale quesito sembrerebbe rivestire particolare importanza in un momento storico in cui l'azionista di controllo necessita di uno smobilizzo di risorse finanziarie, bloccate nella partecipazione di controllo, per diversificare o intraprendere investimenti volti al rilancio dell'attività. Smobilizzo magari volto semplicemente ad alleggerire il controllo decisionale, senza intaccare più del necessario la contendibilità della società stessa.

Il **peso complessivo** degli azionisti di controllo, sia "di diritto" che "di fatto"⁴², è pari al **38,7% della capitalizzazione** borsistica delle Società incluse nel campione analizzato (36,1% se escludiamo le azioni proprie) ed

⁴² Si veda capitolo 1.3.

in media è pari a quasi il **45%** del capitale di ogni singolo emittente (43% senza le azioni proprie). Tali percentuali, in un sistema dove il **quorum assembleare** si attesta complessivamente sul **47,5% del capitale**, consente un chiaro dominio sulle delibere societarie, rendendo di fatto nullo il potere partecipativo degli azionisti di minoranza. Riepilogando, in 15 delle 32 società analizzate la partecipazione degli azionisti di controllo supera il 50% del capitale sociale, in 11 società il controllo è esercitato con partecipazioni superiori al 30%, 3 emittenti (Generali, Telecom Italia ed Unicredit) presentano azionisti di controllo tra il 30% ed il 24% del capitale (linea di confine che, data la partecipazione assembleare verificata, consente il controllo assoluto dell'assemblea), mentre solo 2 sono le vere *public companies* italiane, ovvero le società che non presentano alcun tipo di controllo: **Parmalat** e **Prysmian**⁴³.

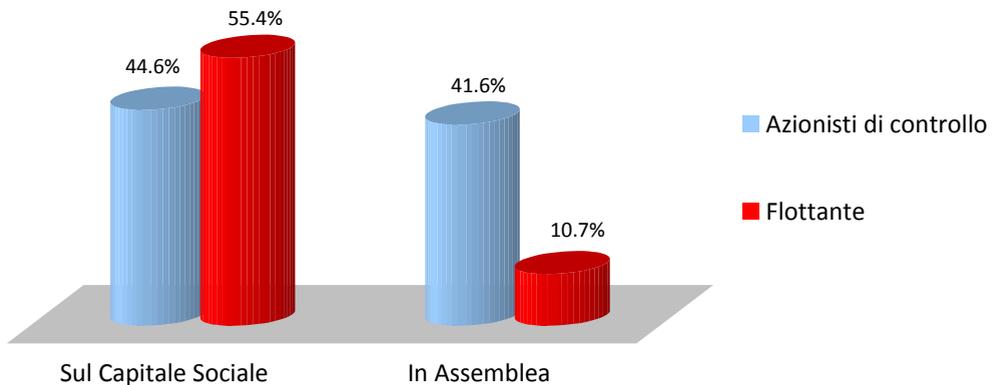
Grafico 14 Peso complessivo delle componenti l'Azionariato



⁴³ Come si è visto in precedenza, nel confronto degli assetti proprietari nel tempo, le vere *public company* sono aumentate a due nel corso del 2009, in seguito alla riduzione della partecipazione in Prysmian da parte di Goldman Sachs, in precedenza titolare del 31,78% del capitale.

Grafico 15

Peso medio delle componenti l'azionariato



Al fine di poter verificare analiticamente il comportamento assembleare degli azionisti di minoranza, ed al tempo stesso rispondere alla domanda sull'adeguatezza degli emittenti a diventare *public companies*, è stato necessario eliminare l'effetto degli azionisti di controllo dalle risultanze assembleari. Si è provveduto quindi ad escludere, sia dal capitale che dalle risultanze delle votazioni, le azioni apportate dagli azionisti "strategici", prendendo in considerazione il capitale così definito flottante. **Tutti i dati riportati di seguito faranno riferimento esclusivamente al flottante.** Le risultanze assembleari riportate non corrispondono quindi all'effettiva approvazione o meno delle delibere, ma rispondono alla domanda: se non fossero stati presenti gli azionisti di controllo, come sarebbero andate le assemblee?

Altra doverosa precisazione riguarda le finalità della presente analisi: non si vuole in alcun modo esprimere giudizi né stilare classifiche sulla *corporate governance* dei singoli emittenti, né tantomeno degli azionisti, singoli o categorie degli stessi. Per tale motivo si cercherà di fare il minor riferimento possibile ai casi singoli, salvo che questi non siano rilevanti per una migliore comprensione dell'analisi stessa.

Tutti i dati analizzati sono stati reperiti da fonti pubbliche, quali i verbali assembleari pubblicati sul sito di Borsa Italiana, le partecipazioni rilevanti risultanti da Consob, siti internet delle singole istituzioni gestrici dei fondi azionisti, providers di informazioni relative al mercato (quali

Bloomberg, Morningstar, siti delle Autorità di Controllo dei principali mercati, etc.).

Per rendere maggiormente aggregabili e confrontabili i dati relativi ad emittenti di dimensioni spesso estremamente diverse, tutti i dati relativi a partecipazione azionaria ed assembleare sono riferiti al valore delle azioni alla data di ciascuna assemblea. In tal modo, quando ci si riferirà al singolo emittente le percentuali saranno relative al capitale dello stesso, mentre quando ci si riferirà a gruppi di emittenti o di azionisti, le percentuali saranno relative alla capitalizzazione borsistica e/o al valore degli investimenti degli aggregati in analisi.

3.2. La partecipazione complessiva degli investitori istituzionali di minoranza

La capitalizzazione complessiva del campione di società in esame, considerando i valori di mercato alla data delle rispettive assemblee⁴⁴ ammontava a circa **317,75 miliardi** di euro. Il capitale “flottante” preso in considerazione nel prosieguo dell’analisi ammontava a circa **194,66 miliardi** di euro (61,3%).

La **partecipazione complessiva** in assemblea è stata pari al **47,47%**, ovvero **150,9 miliardi** di euro. Eliminando la componente “strategica” dell’azionariato, e lo 0,42% rappresentato da azionisti individuali, la partecipazione degli azionisti istituzionali di minoranza è stata pari a **39,09 miliardi** di euro, ovvero il **12,30% della capitalizzazione** borsistica del campione. La **partecipazione assembleare media** per Emittente degli **azionisti istituzionali** di minoranza è risultata pari al **10,09% del capitale** (il 10,68% considerando anche gli azionisti *retail*), decisamente inferiore agli aggregati riportati, evidenziando la presenza nel campione di forti differenze tra i singoli emittenti. Analizzando la partecipazione sul flottante,

⁴⁴ Su 32 Assemblee prese in considerazione, 26 si sono tenute tra il 20 ed il 30 aprile 2010, 5 tra il 26 marzo ed il 16 aprile 2010, mentre la sola Mediobanca, a causa dell’anno fiscale chiusosi il 30 giugno, ha tenuto l’assemblea in ottobre. Ad ogni modo, il prezzo di mercato di Mediobanca a fine aprile risultava di appena l’1,9% inferiore a quanto rilevato ai fini della presente analisi, che conserva così la sua valenza nel confronto con gli altri emittenti.

il “quorum delle minoranze” passa da un **complessivo 20,08% del flottante** ad una **media** pari al **18,28%**. La base di analisi, utilizzata di seguito nella trattazione delle cosiddette “minoranze attive”, sarà quindi il 12,3% della capitalizzazione di Borsa degli emittenti considerati. Saranno inoltre definiti “attivi” tutti gli investitori istituzionali che siano stati presenti in almeno un’assemblea di emittenti in cui non ricoprivano una posizione di controllo diretto o di fatto (attraverso patti parasociali o in quanto collegati in vario modo agli azionisti di riferimento).

Una prima indicazione del comportamento assembleare delle minoranze ci viene già dal confronto dei dati relativi alla partecipazione complessiva: se considerassimo esclusivamente il **capitale sociale**, si passerebbe da estremi fortemente marcati che vanno **dallo 0,90%** di presenze “non strategiche” nell’assemblea di **Mediolanum**, agli ovvi picchi delle due sole *public companies* **Parmalat (25,99%)** e **Prysmian (24,86%)**. Tali dati non sono però significativi della reale partecipazione degli azionisti di minoranza, se non si considera che mentre questi sono di fatto il 100% del capitale in una *public company*, in Mediolanum rappresentano appena il 25,5% (in pratica, per avere gli stessi risultati, tutti gli azionisti di minoranza della Banca sarebbero dovuti essere presenti all’assemblea).

Prendendo come base di calcolo il **flottante**, quindi eliminando l’effetto degli azionisti di controllo, **Mediolanum** continua a presentare le presenze più basse (**3,54%**) mentre il picco delle partecipazioni “di minoranza” si riscontra in **Exor**⁴⁵ con il **43,42%**, seguita da **Intesa San Paolo** con il **33,14%**, mentre spariscono le due *public companies*.

⁴⁵ Da rilevare che, per quanto attiene **Exor**, si riscontra una notevole concentrazione anche all’interno degli azionisti di minoranza, con un unico azionista, **MacKenzie Cundill**, che ne rappresenta oltre il **78%** dei partecipanti all’Assemblea. Al netto di tale azionista, il flottante di Exor presente in assemblea sarebbe pari ad un ben più ridotto 9,5%.

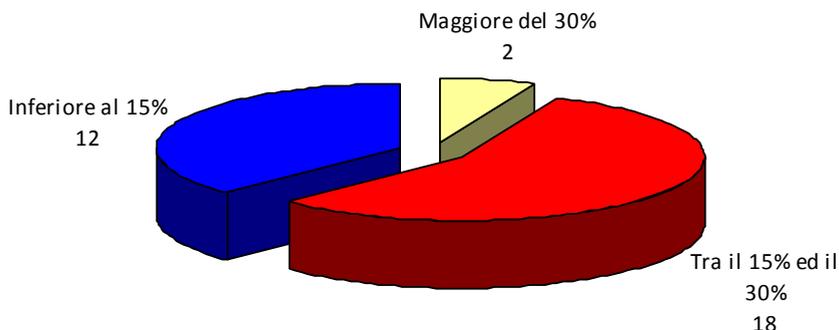
Tabella 7
Peso assembleare delle “minoranze”

| sul Capitale Sociale | | | sul Flottante | | |
|---|--------------------------------------|--|---|--------------------------------------|--|
| Le 5 assemblee a maggior partecipazione | | | Le 5 assemblee a maggior partecipazione | | |
| Società | % di Controllo (incluse az. proprie) | Peso assembleare minoranze sul Flottante | Società | % di Controllo (incluse az. proprie) | Peso assembleare minoranze Sul Flottante |
| PARMALAT | 0,00% | 25,99% | EXOR | 60,96% | 43,42% |
| PRYSMIAN | 1,66% | 24,86% | INTESA SP | 40,44% | 33,14% |
| GENERALI | 27,96% | 20,33% | ATLANTIA | 46,75% | 28,96% |
| INTESA SP | 40,44% | 19,74% | GENERALI | 27,96% | 28,22% |
| EXOR | 60,96% | 16,95% | GEOX | 71,08% | 26,28% |
| Le 5 assemblee a minor partecipazione | | | Le 5 assemblee a minor partecipazione | | |
| Società | % di Controllo (incluse az. proprie) | Peso assembleare minoranze sul Capitale | Società | % di Controllo (incluse az. proprie) | Peso assembleare minoranze Sul Flottante |
| UNIPOL | 57,27% | 4,31% | BUZZI UNICEM | 60,07% | 8,86% |
| FONDIARIA SAI | 53,21% | 3,95% | BMPS | 59,37% | 8,44% |
| BUZZI UNICEM | 60,07% | 3,54% | FONDIARIA SAI | 53,21% | 8,43% |
| BMPS | 59,37% | 3,43% | IMPREGILO | 29,96% | 7,17% |
| MEDIOLANUM | 74,50% | 0,90% | MEDIOLANUM | 74,50% | 3,54% |

Delle 32 Società analizzate, 12 hanno ottenuto una partecipazione degli azionisti di minoranza inferiore al 15% del flottante, contro 18 in cui tale percentuale si è attestata tra il 15% ed il 30%, soglia superata nei soli due casi sopra citati.

Grafico 16

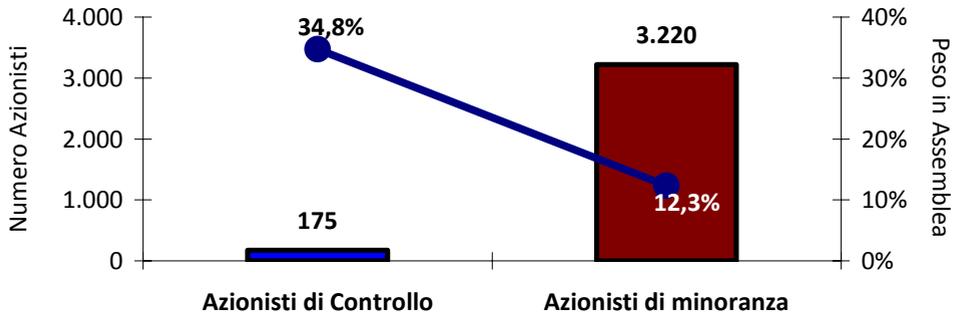
Peso assembleare delle minoranze (numero di assemblee analizzate)



Dall'analisi delle risultanze assembleari di 32 società appartenenti all'indice FTSE MIB, sono risultati presenti **3.220** azionisti definibili “di minoranza” e **175** azionisti “di controllo”. Ovviamente i due gruppi di azionisti hanno diversi punti di sovrapposizione, per cui il numero complessivo di investitori istituzionali presenti alle assemblee ordinarie italiane non è la semplice somma di questi due numeri. Un caso tipico di sovrapposizione tra azionista “di controllo” e “di minoranza” è il **Gruppo Generali**, presente in **4 società** come azionista di controllo, diretto o di fatto, e votante in **16 altre assemblee** come azionista di minoranza (esclusa ovviamente l'assemblea delle Assicurazioni Generali stessa).

Grafico 17

Rapporto numero azionisti - peso assembleare



3.3. L'identikit dell'azionista "attivo"

Secondo il diritto italiano, la certificazione assembleare, per essere accettata dall'emittente, deve contenere il nominativo del *beneficial owner*, ovvero del titolare finale dei diritti propri dello status di azionista. Tale previsione, seppur non rispettata nell'assoluta totalità dei casi, impone ogni singolo gestore di fondi e gruppo di controllo alla comunicazione dettagliata di ogni singolo fondo, società controllata o comunque persona fisica o giuridica cui le azioni sono intestate. Ciò significa che il numero effettivo di *decision makers* istituzionali (ovvero delle effettive società di gestione o gruppi di controllo) realmente presenti nelle assemblee si riduce notevolmente. Solo per fare un esempio, possiamo ricorrere al già citato **Gruppo Generali**, probabilmente l'azionista italiano maggiormente attivo, che è presente nelle società analizzate con ben **49 differenti *beneficial owners***.

Alla luce di tale considerazione, prima di passare all'analisi dettagliata dei singoli è stato necessario esaminare ogni singolo azionista riportato a verbale assembleare, per tentare di individuarne l'effettivo gestore e/o *decision maker*. L'informazione pubblica a riguardo non è sempre di agevole reperimento, ma grazie ad un'accurata attività di ricerca ed

all'esperienza accumulata in Georgeson quale Information Agent, è stato possibile attribuire il relativo *decision maker* al 67% degli azionisti di minoranza analizzati, rappresentanti l'85% del flottante complessivamente votato. Ovviamente tale esercizio risulta più agevole per i Fondi Comuni e comunque per gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio⁴⁶, a causa della maggiore trasparenza tipica di tali istituzioni, per le quali è stato possibile attribuire quasi il 100% dei gestori (restano non abbinati 63 Fondi per lo 0,13% del totale votato dalle minoranze). Ma la percentuale di "successo" può considerarsi soddisfacente anche per le altre categorie di azionisti⁴⁷, per le quali l'abbinamento è riuscito per quasi il 50% degli azionisti, rappresentativi del 77% dei voti da loro apportati.

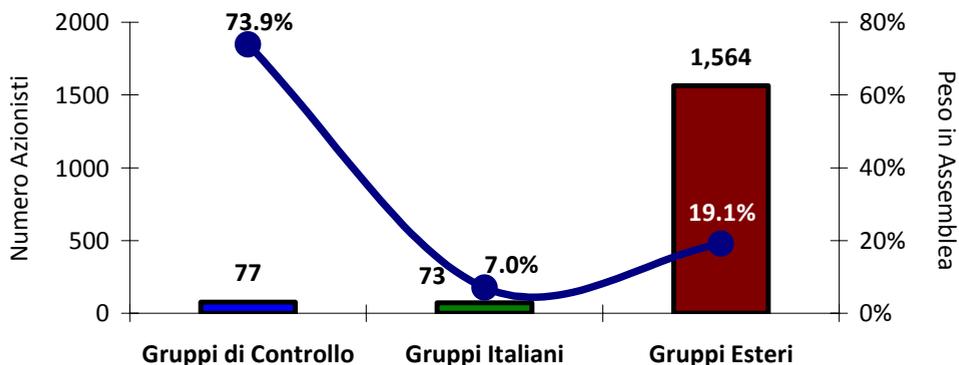
In seguito all'analisi dei gestori, sono stati individuati **576 managers**, cifra ovviamente destinata ad aumentare se si considerano anche i 1.061 azionisti "non abbinati". Va però sottolineato che gli azionisti per cui non è stato possibile individuare il gestore affidano i propri investimenti, e quindi anche le decisioni sulla partecipazione assembleare, a grandi società di gestione (*asset managers* o *investment advisors*) già ricomprese nei 576 individuati. La cifra complessiva non dovrebbe quindi discostarsi di gran lunga dall'ammontare riportato.

Dei 3.220 azionisti individuati, **191** fanno capo a **gruppi italiani**, seppure non tutti residenti in Italia (149, contro **42** residenti all'estero); **53** sono i **gestori** e i gruppi italiani identificati, mentre per 20 azionisti non è stato possibile attribuire con esattezza il gestore. Complessivamente i gruppi italiani, anche attraverso azionisti residenti all'estero, hanno rappresentato il **26,9% del flottante** presente in assemblea (come si vedrà in seguito, tale percentuale si abbassa al **25,8%** se si considerano esclusivamente gli azionisti residenti sul territorio nazionale). Tra gli azionisti di **controllo** sono stati individuati **77 gruppi**.

⁴⁶ Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (O.I.C.R.), in cui sono ricompresi sia i gestori di fondi comuni di investimento (le SGR in Italia), sia le Sicav e gli *asset managers* più in generale.

⁴⁷ E' il caso, ad esempio, dei Fondi Pensione aziendali o statali, che si affidano ad una pluralità di *investment advisors* per cui è impossibile individuare quello corretto nel singolo investimento.

Grafico 18
Peso dei Gruppi in assemblea



In media, in ogni assemblea erano presenti **101 azionisti** con un investimento medio pari a **12,14 milioni** di euro, rappresentante lo **0,99% del flottante** mediamente presente (1,2 miliardi di euro). Ogni azionista ha votato, sempre mediamente, in **4 assemblee**: **quattro azionisti** sono stati presenti in **tutte le 32 assemblee** analizzate, di cui tre Fondi Pensione residenti negli USA (Investment Funds for Taxexempt Retirement Plan, di State Street Bank, California State Teachers Retirement System e State of Alaska Retirement Plan) e la *branch* canadese della Ford; mentre due azionisti hanno votato in 31 assemblee (il gigante delle Pensioni USA, TIAA CREF, assente solo da Intesa San Paolo, e l'assicuratrice Connecticut General Life, assente da Snam Rete Gas).

L'istituzione più "pesante" nelle assemblee italiane è senza dubbio **Banca d'Italia**, con oltre **3 miliardi** di euro portati in nove differenti *meetings*. L'impatto complessivo dell'istituto è stato pari all'1% sulla capitalizzazione complessiva di Borsa delle 32 Società analizzate, all'**8,09% sul relativo flottante**, e di un decisivo **15%** sul "quorum di minoranza" delle **9 assemblee** in cui ha votato. Come si vedrà in maggior dettaglio nel prosieguo dell'analisi, nonostante il notevole peso dell'istituto centrale italiano, l'impatto reale sulle risultanze finali del voto degli azionisti di minoranza è stato decisamente contenuto: solo in pochissimi casi il voto di **Bankitalia** è stato determinante per il successo o meno delle delibere assembleari presso le minoranze. Una prima indicazione derivante da tale dato, che sarà maggiormente approfondito in seguito, potrebbe essere un

allineamento del regolatore italiano sulle *voting guidelines* dei principali gestori internazionali.

Il colosso americano del risparmio gestito **Blackrock** si posiziona, senza particolari sorprese, al secondo posto tra gli azionisti di minoranza maggiormente attivi nelle assemblee italiane. Con 2,6 miliardi di euro, apportati tramite ben **67 diversi fondi gestiti** e residenti in 7 differenti Paesi, Blackrock pesa per il **6,65% sul flottante** votato nelle 32 assemblee analizzate. L'investimento medio dei fondi gestiti dal gigante americano è stato pari a **38,8 milioni** di euro, di oltre 3 volte superiore alla media riscontrata tra tutti gli investitori.

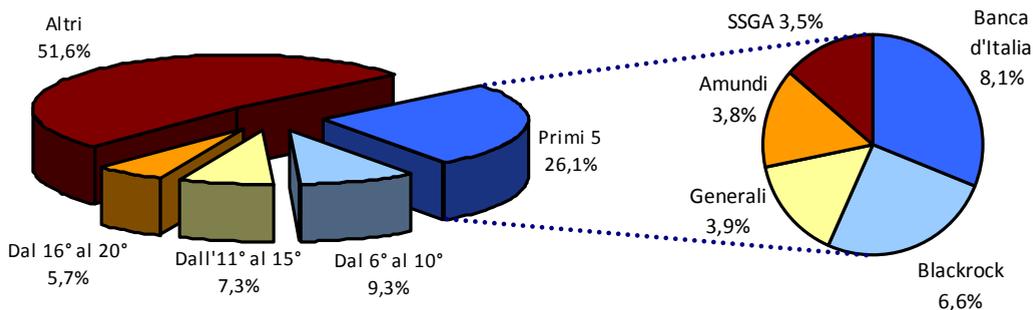
Ben distanziate le altre istituzioni, tra cui spicca il già citato gruppo italiano **Assicurazioni Generali**, i cui 49 *beneficial owners* hanno portato nelle 16 assemblee in cui tale gruppo risultava azionista di minoranza **1,5 miliardi** di euro (oltre 32 milioni in media per azionista), pari al **3,95%** del flottante complessivo.

Al quarto posto la francese **Amundi** con il **3,82% del flottante** votato, che detiene inoltre il “record” di fondi presenti nelle assemblee (ben **139**), seguita da **State Street Global Advisors (3,54%)**, la cui capogruppo è basata negli USA ma presente con 77 fondi residenti in 5 Paesi diversi.

I primi 5 gruppi “di minoranza” presenti nelle 32 assemblee analizzate, pesavano quindi per il **26,05% del flottante** complessivamente presente, evidenziando una sostanziale concentrazione della partecipazione assembleare. A maggior dimostrazione di tale concentrazione, si evidenzia come il 50% del flottante complessivo si superi con 22 gestori, mentre 51 istituzioni ne aggrano i due terzi.

Grafico 19

Concentrazione del quorum assembleare (peso sul Flottante)



Tra le categorie di investitori analizzati, gli **OICR** rivestono il ruolo principale, come era d'altra parte preventivabile, con il **41,5% del flottante** complessivamente rappresentato in assemblea. Trattandosi però di una categoria che ricomprende istituzioni con strategie e obiettivi dell'investimento estremamente variegati e diversi l'uno dall'altro, si è provveduto a scomporla ulteriormente in:

- **Mutual Funds** – fondi comuni di investimento “classici”, ovvero aperti al pubblico risparmio e fortemente regolamentati a seconda della legislazione di residenza (trasparenza degli investimenti, stili di gestione definiti, obbligo di pubblicazione della partecipazione assembleare, *proxy voting guidelines*, etc.) – **1.529** Fondi rappresentanti il **36,29% del flottante**.
- **Asset Managers** – istituzioni la cui attività principale è la gestione del risparmio per conto terzi, ma per cui nei verbali assembleari non è stato specificato se la partecipazione azionaria era per conto di Fondi, clientela privata (*wealth management*) o in conto proprio – **102** azionisti per il **2,98% del flottante**.
- **Hedge Funds** – fondi comuni di investimento che presentano tipicità che li differenziano dai *mutual funds* classici: elevato investimento minimo richiesto ai sottoscrittori, bassa regolamentazione e trasparenza, stili di gestione tipicamente più speculativi. Gli Hedge Funds possono essere gestiti anche da SGR, ma a condizioni particolarmente stringenti. Nella presente analisi sono stati ricompresi in tale categoria anche le gestioni *alternative* di gestori “classici”, facendo riferimento esclusivamente al *beneficial owner* – **90** Fondi rappresentativi del **1,97% del flottante**.
- **SRI (Socially Responsible Investments)** – fondi comuni di investimento “classici”, che si differenziano dagli altri per la stringente applicazione di criteri “socialmente responsabili”, cosiddetti ESG (*Environmental, Social and Governance*), e per tale ragione solitamente maggiormente attenti alle problematiche di *governance* e partecipazione alla vita societaria – **78** Fondi per lo **0,30% del flottante**.

La seconda categoria maggiormente rappresentata nel corso delle assemblee ordinarie analizzate, sono i **Fondi Pensione**, con **639** istituti rappresentanti il **18,6% del flottante** votante. L'investimento medio, derivante dalle partecipazioni assembleari di tale categoria di azionisti, è stato pari a **11,4 milioni di euro**. Come si è rilevato in precedenza, 4 dei 6 azionisti maggiormente attivi nelle assemblee italiane possono essere categorizzati come Fondi Pensione. La grande partecipazione di tale categoria di azionisti, che presentano una media di partecipazione superiore a tutte le altre tipologie di investitori, fatta eccezione dei soli fondi "Sovereign" (ovvero facenti capo ad organismi nazionali sovrani) deriva dalla loro stessa natura: essi gestiscono gli investimenti di aderenti il cui orizzonte temporale è il più delle volte di lungo periodo, inoltre tale investimento riveste un'importanza decisamente rilevante in quanto sarà il sostentamento degli aderenti stessi nel periodo di inattività lavorativa. Il Fondo Pensione, quindi, dovrebbe avere, ed in alcune legislazioni ha, il dovere di attivarsi nei confronti delle Società in cui partecipa, al fine di tutelare, anche attraverso il voto assembleare, gli interessi ed il patrimonio dei propri aderenti. In tale senso, ad esempio, si è espresso il **Dipartimento del Lavoro statunitense**, che ha stabilito che il **diritto di voto** rappresenta un *asset* del fondo (al pari del titolo azionario stesso) e deve essere utilizzato **come mezzo di protezione dei propri investimenti** in una Società⁴⁸. Anche a causa di tale forte visione del voto quale tutela degli interessi di lungo periodo degli aderenti, i Fondi Pensione **residenti in Nord America (USA e Canada)** rappresentano oltre la metà del totale dei votanti appartenenti a tale categoria (**390 su 639**) ed il **52,8% dei voti** da essi espressi (contro il 36% rappresentato da tale area geografica sul flottante complessivamente votato).

I cosiddetti fondi **Sovereign**, ovvero facenti capo a Stati sovrani e quindi ad organismi nazionali di diritto pubblico⁴⁹, rappresentano il **12,2% del flottante** complessivamente rappresentato in assemblea. Tale categoria

⁴⁸ Cfr. *Laborers' International Union of North America*, in <http://www.liuna.org>

⁴⁹ In questo contesto non si fa riferimento alla classica definizione di Fondo Sovrano (*Sovereign Wealth Fund*) ovvero fondi d'investimento governativi, alimentati da riserve in valuta estera, ma gestiti separatamente dalle riserve ufficiali in valuta. Se si utilizzasse qui la definizione classica, non si potrebbe ricomprendere in tale categoria la Banca d'Italia, che pure non può essere considerata, per la propria natura di controllore e garante della stabilità dei mercati, un investitore istituzionale tradizionale, come ad esempio i Fondi Pensione.

include **81 istituzioni**, tra cui l'investitore più "pesante" risulta chiaramente **Banca d'Italia** con l'**8,09%**. Al netto dell'istituto di controllo italiano, i fondi sovrani internazionali, allorquando azionisti di minoranza, rappresentano quindi un più modesto **4,1% del flottante**. Tali fondi risultano però particolarmente "attivi", evidenziando una partecipazione media in **8 assemblee** ciascuno (il doppio dell'universo di azionisti considerato) con investimenti medi pari a circa **20 milioni** di euro (**59 milioni** se si considera anche Banca d'Italia).

Se si considerassero anche gli investitori strategici, i fondi sovrani, in particolare italiani, risulterebbero ovviamente, e di gran lunga, i "più pesanti" nelle assemblee italiane. Il **Ministero dell'Economia** e la **Cassa Depositi e Prestiti** rappresentano oltre il 30% del capitale sociale di quattro tra gli Emittenti a maggiore capitalizzazione (**Enel, Eni, Finmeccanica e Terna**), pesando per il **10,4% della capitalizzazione totale** delle 32 Società analizzate, pari quindi al **22% del capitale** complessivamente rappresentato in assemblea. Ulteriore elemento di sovrapposizione tra azionisti "di minoranza" e "di controllo" all'interno della categoria Sovereign, sono i fondi sovrani libici presenti nel capitale di **Unicredit (Libyan Central Bank e Libyan Foreign Bank)**, che rappresentano il 4,99% del capitale della banca italiana e l'**1,4% del totale dei voti** espressi nelle assemblee analizzate. E' doveroso sottolineare ancora una volta, come la presente analisi prenda in considerazione esclusivamente il voto assembleare, per cui i dati riportati non corrispondono necessariamente all'effettivo peso dei fondi sovrani sul capitale delle Società oggetto dell'analisi stessa. Ulteriore dato rilevante, relativo ai fondi sovrani, riguarda la **scomposizione geografica** dei voti espressi dagli stessi fondi:

- il **66,24%** di tale categoria è rappresentato da **Banca d'Italia**, e quindi dall'**Italia**,
- il **9,12%** dei voti "Sovereign" (pari all'**1,14% del flottante** complessivamente votato) è stato apportato dalla **francese Caisse des Dépôts et Consignation**, in pratica la corrispondente dell'italiana Cassa Depositi e Prestiti,
- l'**8,18%** dei voti è espressione di **31 fondi statunitensi** gestiti da istituzioni statali (non fondi pensione), quali, tra i più rilevanti, il Treasurer of the State of North Carolina, State of Minnesota e Washington State Investment Board,

- il **5,48%** della categoria fa capo a fondi sovrani **giapponesi** (due fondi pensione governativi e l'organizzazione per lo sviluppo delle medie e piccole imprese),
- il **3,05%** è stato espresso dal **governo norvegese**, presente in **2 assemblee**,
- il **2,12%** dal **Saudi Arabian Monetary Agency**, presente in **7 assemblee**,
- l'**1,60%** da **5** istituti di diritto pubblico residenti a **Hong Kong** o nella **Cina** continentale,
- il rimanente **4,21%** è rappresentato da **37** fondi residenti in **16 Paesi**; all'interno di tale categoria residuale occorre una menzione particolare per i fondi sovrani facenti capo ad istituti di diritto internazionale, i cosiddetti **IGO** (tra cui la International Bank for Reconstruction and Development, il Consiglio d'Europa, l'Organizzazione delle Nazioni Unite per i Rifugiati del Medio Oriente, l'OPEC ed altri) che rappresentano solo lo **0,47% dei Fondi Sovereign** ma risultano presenti in ben **26 assemblee**.

La quarta categoria, per ordine di importanza all'interno degli investitori di minoranza presenti alle assemblee italiane, risultano le **Assicurazioni**, che ne rappresentano il **9,31%** attraverso **209 azionisti**. Anche in questo caso, il dato comprende un grosso investitore: il già citato **Gruppo Generali**, che con il 3,9% ne rappresenta **oltre il 40%**. Al netto del Gruppo di Trieste tale categoria peserebbe per meno del 6%. A livello di distribuzione geografica, dietro al **44,9%** rappresentato dagli assicuratori residenti in **Italia** (escluse quindi le società di gruppi italiani residenti all'estero, ed incluse viceversa le società italiane facenti capo a gruppi esteri), si posizionano le società di Assicurazione residenti in **Gran Bretagna**, con il **20,9%**, e quelle residenti in **Francia**, con il **17,8%** della categoria. Il rimanente **16,4%** è distribuito tra 18 altri Paesi, tra cui spicca la sola **Svezia**, con la società **Alecta** che da sola rappresenta il **6%** del totale dei voti di minoranza apportati dalle Assicurazioni.

Le **Banche** si posizionano al quinto posto di questa particolare classifica di “attivismo assembleare”, rappresentando il **6,74%** delle “minoranze” presenti in assemblea. Anche in questo caso occorre una doverosa precisazione: come è stato detto, la certificazione assembleare in

Italia deve essere rilasciata a nome dell'azionista finale (il cosiddetto *beneficial owner*); se tale disposizione risulta, dall'analisi delle certificazioni, totalmente rispettata dagli istituti italiani, alcuni depositari internazionali sono riportati chiaramente per posizioni in conto terzi, per cui non è però riportata la dicitura del beneficiario (in alcuni casi il conto è semplicemente riportato come "client account" o semplicemente "individuals" o ancora "omni"). Ovviamente non siamo in grado di risalire agli effettivi titolari di tali conti, per lo più azionisti individuali, per cui questi sono stati riportati nella categoria Banche, di cui rappresentano circa il **10%** dei voti, pur risultando comunque una parte residuale dell'azionariato complessivamente presente in assemblea (**0,65%**). Le **Banche italiane** rappresentano di gran lunga la componente principale della categoria, con **13 istituti** presenti ed il **4% del flottante** complessivamente presente (il **60%** circa della categoria). La caratteristica degli istituti di credito italiani è la presenza mirata in un numero limitato di assemblee, meno di **1,5 per Banca**, ma con posizioni di assoluto rilievo (**102,5 milioni** di euro di investimenti in media rappresentati in assemblea pari all'**8,4%** degli azionisti di minoranza). Degli altri **19 Paesi** rappresentati in assemblea da istituti di credito, **nessuno supera l'1%** degli azionisti di minoranza presenti in assemblea.

La categoria definita come **Corporate** include gli investimenti effettuati direttamente da società industriali (o comunque il cui oggetto principale non sia l'investimento finanziario). Tale categoria ha pesato per il **5,64% delle minoranze** votanti nelle assemblee oggetto dell'analisi. Ben **252** sono stati gli azionisti **Corporate** rilevati nei verbali assembleari, presenti mediamente in **4 assemblee** ciascuno, seppure con investimenti relativamente limitati (**8,75 milioni** di euro contro la media complessiva di 12,1 milioni). Le Corporate **statunitensi** sono chiaramente la maggioranza della categoria, con **148 Società** rappresentate ed il **3,63% del flottante** complessivamente votante (**64,4% della categoria**). Tale predominanza nord americana è dovuta alla sovente delega attribuita a società di *asset management* per la gestione dei patrimoni finanziari dalle grandi *corporations*, delega che si rispecchia quindi in un "attivismo" assembleare di rilevanza paragonabile a quella degli OICR.

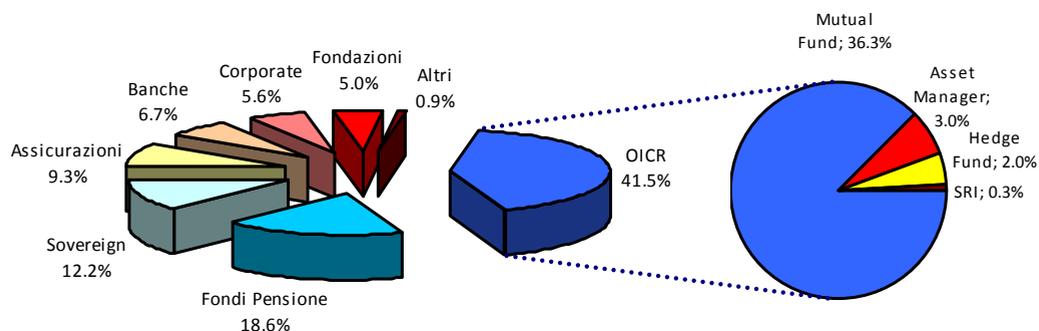
Le **Fondazioni**, settima categoria per importanza all'interno degli azionisti di minoranza, necessitano di un'ulteriore precisazione: in questa parte della ricerca si sta analizzando esclusivamente la componente minoritaria dell'azionariato, di conseguenza sono stati eliminati dal

conteggio del quorum assembleare tutti gli azionisti che esercitano un controllo diretto o di fatto nelle Società analizzate; tra i più rilevanti azionisti di controllo, a causa dell'elevata capitalizzazione delle società partecipate, risultano le **Fondazioni Bancarie**, che ne rappresentano complessivamente il **5% della capitalizzazione** di Borsa (azionisti più rilevanti sono solo lo **Stato Italiano**, con il **10,4%** e le **Holding Familiari** con il **10,3%**). La forte presenza di tale categoria di azionisti nel capitale sociale, si riscontra anche con riferimento agli azionisti di minoranza, rappresentando il **5,04% del flottante** votante. Delle **56 Fondazioni** individuate tra gli azionisti di minoranza, solo **9 risultano italiane**, ma ne rappresentano oltre il **96% dei voti**, a conferma dei consistenti investimenti di tali istituzioni negli emittenti domestici. Le rimanenti **47 Fondazioni estere**, di cui ben **36 statunitensi**, pesano per appena lo **0,19% del flottante**. Al pari delle Banche, anche quest'ultima categoria, nella sua componente italiana, si caratterizza per una partecipazione limitata a pochissime assemblee (solo la **Fondazione Monte dei Paschi di Siena** ha partecipato a due adunanze, le altre solo ad una) ma con investimenti decisamente elevati (circa **199 milioni** di euro in media per assemblea).

Gli azionisti residuali, che, sempre a seconda di una differente visione strategica dell'investimento, sono stati categorizzati in **Fiduciarie (Trust)**, **Organizzazioni Non Profit** e di orientamento **Religioso** ed **Organizzazioni Sindacali**. In aggregato, tali categorie non raggiungono l'**1% del flottante** presente nelle assemblee analizzate. Tali **107 azionisti**, anche a causa del loro numero limitato, non presentando particolari spunti di ulteriore analisi.

Grafico 20

Composizione del Flottante per Categoria di azionisti



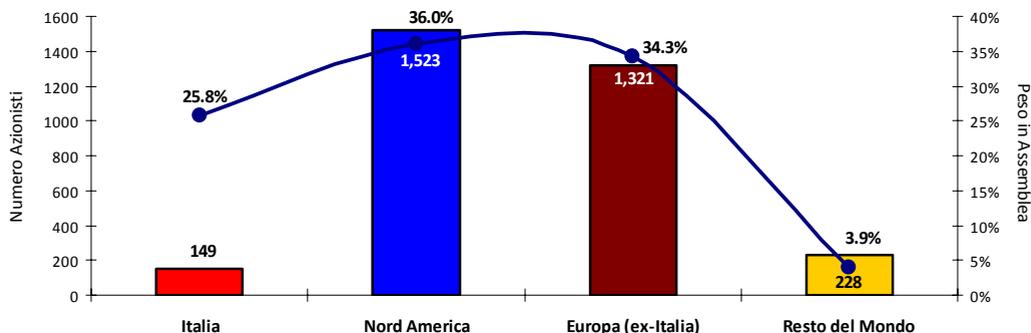
3.4. La scomposizione geografica degli investitori istituzionali presenti in assemblea

Come si è già accennato in precedenza, a proposito dell'attivismo assembleare dei Fondi Pensione, il Nord America è di gran lunga la principale area geografica di provenienza degli investitori di minoranza presenti nelle assemblee italiane. Più in dettaglio, gli **Stati Uniti** rappresentano il primo Paese sia in termini numerici (**1.294 azionisti**) che in termini di peso sul flottante, con il **29,97%**. Il **Canada**, seppur con le dovute proporzioni, si colloca al **quinto** posto, con il **6,03% degli azionisti di minoranza** presenti in assemblea, e **229 investitori** rappresentati. Il preponderante peso assembleare degli investitori nordamericani deriva sì dalla forza economica propria degli stessi, ed in particolare degli statunitensi presenti con percentuali rilevanti in quasi tutte le Società quotate italiane, ma anche dalla forte cultura "attivista" presente in tali mercati. Oltre al già richiamato orientamento del Dipartimento del Lavoro statunitense riguardo alla necessità di partecipazione assembleare dei Fondi Pensione, anche per i gestori dei Fondi Comuni la predisposizione di vere e proprie *voting guidelines* rappresenta un elemento fondante della trasparenza e della responsabilizzazione dei gestori stessi nei confronti dei propri sottoscrittori.

A ulteriore conferma delle differenti culture in tema di attivismo assembleare, si segnala come l'**Europa**, Italia esclusa, nel suo complesso rappresenta il **34,26% del flottante**, dimostrando un peso inferiore al **Nord America (35,99%)**. E questo nonostante gli investitori europei risultino essere spesso una componente di primo piano nell'azionariato internazionale delle società italiane.

Grafico 21

Composizione geografica, per macro-Aree, delle minoranze assembleari



L'**Italia** si colloca al secondo posto tra i Paesi più rappresentati all'interno delle minoranze: il **25,82% degli investitori di minoranza sono residenti in Italia** (da tale computo sono esclusi gli azionisti facenti capo a gruppi italiani ma residenti all'estero). Nonostante il grande peso percentuale, risulta relativamente limitato il **numero di azionisti** presenti in assemblea: esso è fermo a **149** (meno degli investitori statunitensi, francesi, britannici e canadesi). Risulta inoltre decisamente limitato il numero di assemblee in cui gli azionisti domestici mediamente votano: appena **2,2 assemblee**, contro una media complessiva di **3,7**. In pratica gli azionisti italiani definibili "di minoranza" partecipano a poche assemblee, anche se attraverso posizioni mediamente di deciso rilievo (**31 milioni** di euro di partecipazione media, contro la media complessiva pari a 12,14 milioni). Occorre però ricordare come tra gli azionisti domestici di minoranza si individuino due tra le istituzioni/gruppi maggiormente attivi: **Banca d'Italia** ed il **Gruppo Generali**. Al netto di tali importanti istituti l'Italia avrebbe un peso più ridotto, sia in termini di **flottante rappresentato (15,67%)** che di **numero di investitori (127)**. Senza i due azionisti più attivi, il rimanente degli investitori istituzionali italiani di minoranza partecipa mediamente a meno di 2 assemblee ordinarie sulle 32 analizzate (**1,7** per la precisione), dato superiore solo agli investitori **tedeschi (1,4)** ed **austriaci (1,3)**, notoriamente poco propensi al voto in assemblee estere (senza considerare Paesi decisamente più periferici quali Channel Islands, Trinidad & Tobago, Botswana, etc.).

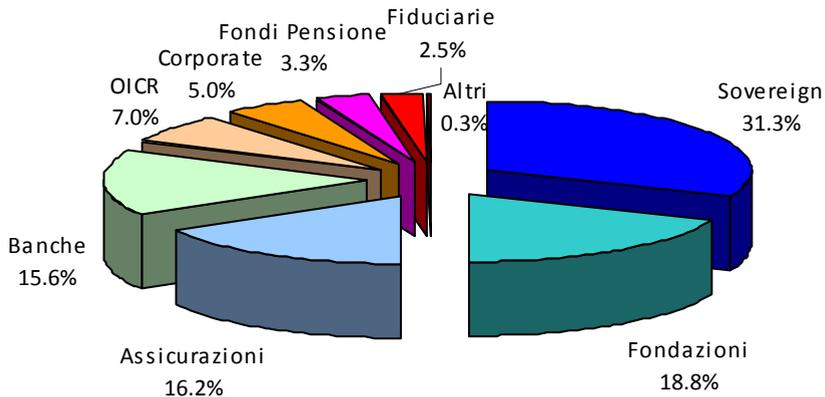
Tra le categorie di azionariato domestico maggiormente presenti tra gli investitori di minoranza nelle assemblee analizzate:

- il **“Fondo Sovereign”**, che nell’accezione qui utilizzata è rappresentato da Banca d’Italia, si colloca chiaramente al primo posto con il **31,3% degli azionisti italiani**;
- le **Fondazioni**, in gran parte di origine bancaria, il **18,8%**;
- le **Assicurazioni**, guidate dal Gruppo Generali, rappresentano il **16,2%**;
- le **13 Banche** residenti nel territorio nazionale seguono con il **15,6%**;
- gli **OICR italiani**, ribaltando quanto visto su scala complessiva, rappresentano solo il **7% degli azionisti domestici di minoranza** (5,4% rappresentato dai **Fondi Comuni “classici”**, l’1,4% da **Asset Managers** e lo **0,2%** da **Hedge Funds** residenti, mentre risultano del tutto **assenti SRI italiani**)⁵⁰;
- gli azionisti definibili come **Corporate**, ovvero gli industriali, pesano per il **5% sull’azionariato domestico di minoranza**;
- i **Fondi Pensione** italiani, guidati in larga parte dalle **Casse di Previdenza** di categoria, rappresentano il **3,3% degli azionisti italiani di minoranza**, un risultato decisamente inferiore a quanto si è rilevato per gli omologhi residenti all’estero;
- le **Società Fiduciarie**, per il **2,5%**;
- **altri azionisti** italiani di minoranza rappresentano lo **0,3%** degli investitori domestici (di cui lo 0,2% è rappresentato da Organizzazioni Non Profit e lo 0,1% da Organizzazioni Religiose).

⁵⁰ La scarsa partecipazione dei gestori italiani meriterebbe un approfondimento ulteriore, che esula in parte gli obiettivi della presente analisi. Possiamo però attribuire, in prima istanza, il poco attivismo dei “Fondi italiani” alla proprietà degli stessi, riconducibile ai grandi Gruppi Bancari italiani. Ciò determina una serie di conflitti di interesse (che per ragioni di spazio e di scopo dell’analisi non analizzeremo) che impedisce di fatto una partecipazione assembleare attiva e dinamica sugli emittenti domestici.

Grafico 22

Composizione degli Azionisti di minoranza italiani presenti in assemblea



Per quanto attiene agli investitori istituzionali di minoranza residenti all'estero, si è già visto come gli **Stati Uniti** rappresentino la fetta più grande dell'azionariato in Italia, con il **29,97% del flottante** presente in assemblea. Si è inoltre già sottolineato il forte attivismo dei **Fondi Comuni** e dei **Fondi Pensione** residenti in tale Paese, rappresentanti rispettivamente il **15,11%** e il **8,22% del flottante votante**, ovvero il **50,4%** ed il **27,4% degli investitori statunitensi**. Le rimanenti categorie di investitori istituzionali statunitensi, rivestono quindi in tale area un'importanza marginale, seppure siano complessivamente rilevanti all'interno dell'azionariato di minoranza. Solo per dare un'idea del peso degli USA sulle varie categorie di investitori si può considerarne il numero di istituzioni sul totale presente in assemblea: le Organizzazioni di orientamento **Religioso** residenti negli **USA** rappresentano il 73% del totale della categoria; le **Fondazioni USA** il 76% del totale delle Fondazioni estere presenti in assemblea; le **Corporates** americane il 59%; i **Trustees** (fiduciarie) il 53%. Le uniche categorie che mostrano una "forza" relativamente ridotta nel confronto con gli altri Paesi, sono le **Assicurazioni**, di cui gli USA rappresentano circa il **4% dei voti** espressi dalla categoria, le **Banche** con l'**8%** e gli **SRI** con il **10%**.

Il secondo Paese estero più rappresentato in assemblea, il terzo dopo l'Italia, è la **Francia**, con ben **623 azionisti di minoranza** presenti nelle adunanze analizzate. Gli investitori transalpini rappresentano il **13,80% delle “minoranze” votanti**. Il numero elevato di azionisti francesi presuppone però un investimento medio relativamente limitato, pari a **2,4 milioni** di euro portati in assemblea. Ben **465** dei 623 azionisti francesi (quasi il **75%**) appartengono alla categoria dei **Fondi Comuni** “classici”, che, in termini numerici si piazzano immediatamente dietro i Fondi statunitensi (506). In termini di peso sul flottante, però, i **Fondi francesi** riducono decisamente il proprio peso, rappresentando un relativamente limitato **8,62%** (il **24% della categoria**, ma il **62% degli investitori francesi**). Oltre la metà dei Fondi d'oltralpe risulta poi essere gestita da tre *asset managers* (**Amundi, Natixis e CM-CIC Asset Management**), riducendo ulteriormente la percezione di “attivismo diffuso” in tale Paese. Non sussistono particolari spunti di rilievo con riferimento alle altre categorie di azionisti, che rispecchiano bene o male il peso del Paese sugli investitori di minoranza, fatto salvo per gli **SRI**, dove la **Francia** si colloca decisamente al primo posto, con il **49% dei Fondi socialmente responsabili** rappresentati ed il **52% dei rispettivi investimenti complessivi**.

La **Gran Bretagna** si colloca al quarto posto come area geografica con il **10,34% del quorum rappresentato dal flottante**, confermando un peso rilevante nell'azionariato degli emittenti italiani, ma una scarsa propensione al voto in Italia, considerato, almeno fino al 2010, *share blocking country*. I **363 investitori britannici** sono guidati, anche in questo caso, da **138 Fondi Comuni** (4% del flottante), **102 Fondi Pensione** (2,8% del flottante) e da **30 compagnie di Assicurazione**, che a dispetto del numero limitato rappresentano il **2% del flottante** ed il **21% della categoria**. La categoria di investitori in cui i **britannici** presentano il peso relativo maggiore sono gli **Hedge Funds**, di cui rappresentano il **36%** dei voti apportati in assemblea. Con riguardo a questa particolare categoria di investitori istituzionali, preme qui sottolineare come la loro distribuzione geografica, all'interno delle assemblee italiane, presenti un dato inizialmente poco prevedibile: il **26% dei voti** apportati da tale categoria provengono da gestori residenti in **Norvegia e Svezia** (due Paesi che per il limitato peso complessivo non saranno analizzati in dettaglio), che collocano quindi la **Scandinavia al secondo posto tra gli Hedge Funds**. Quest'ultimo dato può essere però spiegato facilmente, considerando il numero limitato di Fondi

portati dai gestori presenti in assemblea (90 Fondi per 59 gestori, quindi meno di due Fondi per istituzione) e gli investimenti fortemente mirati di tale categoria di investitori, spesso considerata “speculativa”. In pratica, il peso della Norvegia nella categoria è dato esclusivamente da **Skagen AS**, che ha votato, con una posizione rilevante (4,11%), alla sola assemblea di **Parmalat**, così come la Svezia è rappresentata dal solo gestore **Zenit AB**, presente con l’1,11% alla medesima assemblea.

Come si è visto in precedenza, gli investitori residenti in **Canada** dimostrano un attivismo assembleare non indifferente, soprattutto se considerato in proporzione con le dimensioni complessive di tale mercato all’interno dell’azionariato degli emittenti italiani. Con il **6,03% del flottante** presente in assemblea, gli investitori canadesi si piazzano al quinto posto all’interno delle minoranze assembleari nelle società analizzate. Anche in quest’area, oltre la metà dei **229 investitori** è rappresentata dai **Fondi Comuni** (**134** per il **54,3%** del capitale apportato dai canadesi), che pesano per il **3,27% sugli azionisti di minoranza** complessivamente presenti nelle assemblee italiane. Buona anche la già segnalata presenza di **Fondi Pensione**, di cui i residenti in Canada rappresentano l’**8,6%** dei votanti.

Proprio in riferimento ai **Fondi Pensione** si rende necessario un ulteriore dettaglio di analisi relativo ai **Paesi Bassi**, Paese che si colloca al sesto posto tra gli azionisti di minoranza (ben distaccato dai primi cinque con un limitato **2,56% del flottante** rappresentato). I **Fondi Pensione olandesi**, presentano un livello di “attivismo assembleare” decisamente al di sopra della media globale, dovuto ad una cultura, propria di tali istituzioni, particolarmente attenta ai temi di *governance*. Circa **tre quarti degli azionisti olandesi** (l’**1,91% degli azionisti di minoranza**) risultano infatti appartenere a tale categoria, arrivando a rappresentare il **10,3% dei Fondi Pensione** complessivamente presenti in assemblea. I **41** investitori olandesi presentano inoltre una partecipazione media decisamente elevata, avendo assistito mediamente a **6 assemblee** ciascuno.

Il **Benelux**, come aggregato di area geografica, arriva a pesare per il **4,91% sulle minoranze assembleari**, grazie ad un ulteriore **2,23% del Lussemburgo** (di cui il **99%** di **Fondi Comuni** facenti capo a gruppi non lussemburghesi) ed il ridotto **0,12% del Belgio**.

Già segnalati per la scarsa tendenza ad assistere ad adunanze assembleari estere sono gli investitori istituzionali residenti in **Germania ed**

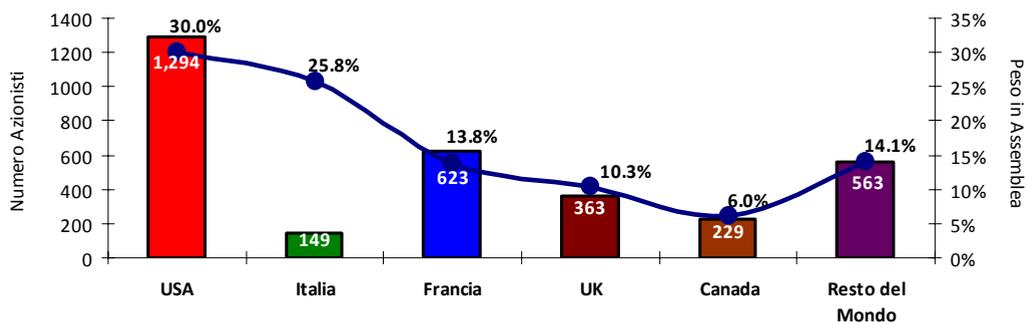
Austria (rispettivamente l'**1,77%** e lo **0,01% del flottante votante**), che presentano la partecipazione media più bassa alle assemblee italiane tra i Paesi definibili “non *off-shore*”.

Ultima segnalazione, relativa alla composizione geografica delle “minoranze”, la meritano proprio i Paesi definibili quali *off-shore* a causa delle forti agevolazioni fiscali sull’investimento finanziario. Dall’analisi della residenza degli investitori, ma anche della natura degli stessi⁵¹, i “paradisi fiscali” pesano per un ridotto **0,51% sulle minoranze assembleari**, con **35 investitori** residenti in **8 Paesi** (Bermuda, British Virgin Islands, Cayman Islands, Channel Islands, Guam, Guernsey, Jersey e Northern Mariana).

In conclusione, anche dall’analisi geografica degli azionisti di minoranza attivi nelle assemblee italiane risulta una forte concentrazione in un numero molto limitato di Paesi. Tale concentrazione rispecchia solo in parte il peso economico dei relativi mercati finanziari, mentre mette in evidenza, considerate le opportune proporzioni, le differenti culture in tema di *governance* ed attivismo.

Grafico 23

Composizione geografica degli azionisti di minoranza in assemblea



⁵¹ Ad esempio, il Porto Rico dovrebbe comparire sicuramente tra i Paesi definibili quali *off-shore*, ma dato che l’unico investitore residente in tale nazione presente nelle Assemblee analizzate è stato il Fondo Pensione dell’Università Statale, decisamente non ascrivibile tra gli investitori speculativi “d’oltre mare”, il Porto Rico è stato escluso dalla presente lista.

3.5. Punti all'ordine del giorno: come hanno votato le "minoranze"

La presente analisi ha preso in considerazione esclusivamente le assemblee ordinarie tenutesi nel corso del 2010 di 32 società facenti parte del *benchmark* italiano FTSE MIB. La scelta di escludere le adunanze di natura straordinaria deriva dalla necessaria comparabilità degli eventi: gli ordini del giorno "straordinari", per la propria stessa natura, potrebbero portare al confronto tra realtà e situazioni contingenti estremamente differenti, laddove le materie proprie della normale vita societaria (quali ad esempio l'approvazione del bilancio o le nomine delle cariche sociali), seppure con i dovuti distinguo, rappresentano il momento principe nella vita di qualsiasi emittente, in ogni mercato e periodo storico. Inoltre, una *public company*, per definirsi realmente tale, dovrebbe essere in grado di garantire una continuità di gestione, attraverso appunto l'approvazione del bilancio e la nomina degli Amministratori e dei Sindaci, a prescindere dalla presenza di uno o più soci "fortissimi" che controllino la maggioranza assoluta delle assemblee.

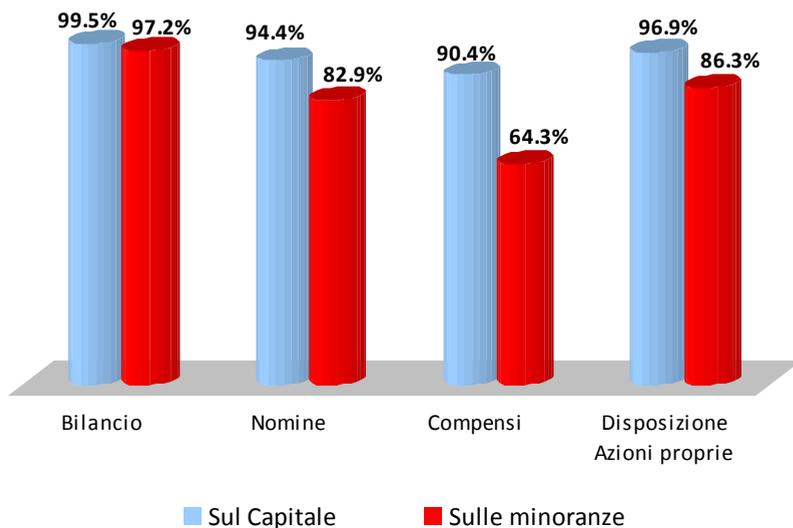
È qui opportuno ricordare che lo scopo dell'analisi non punta in alcun modo a giudicare la validità delle proposte assembleari, né i sistemi di *governance* dei singoli emittenti. Il voto contrario o astenuto ad un particolare punto all'ordine del giorno non presuppone necessariamente il "non gradimento" della proposta, ma potrebbe sottendere a problematiche che potremmo definire decisamente più banali, quali le tempistiche e modalità di comunicazione della documentazione assembleare o delle modalità stesse di partecipazione al voto.

Come si è scritto in precedenza, le proposte assembleari prese in considerazione per l'analisi dettagliata dei voti espressi dalle minoranze, cercano di ricomprendere i momenti principe della vita societaria: l'approvazione del Bilancio d'esercizio (32 assemblee), la nomina delle cariche sociali (Amministratori di 11 Società, Sindaci in 8 casi ed il Consiglio di Sorveglianza di Intesa San Paolo), i compensi di Amministratori e Sindaci (14, inclusi piani di incentivazione e *stock options*) e l'autorizzazione alla disposizione delle azioni proprie (14 casi, spesso direttamente correlati ai piani di *stock options*). In tutti i casi, le

risultanze assembleari complessive hanno portato a successi spesso anche schiacciati delle proposte del *management* e degli azionisti di maggioranza. Guardando però all'impatto di tali affermazioni sul flottante, prendendo quindi in considerazione esclusivamente gli azionisti istituzionali di minoranza, le percentuali del consenso si abbassano in alcuni casi anche in maniera decisiva. Nei prossimi paragrafi le singole assemblee saranno sezionate nel massimo dettaglio, al fine di riscontrare eventuali omogeneità nei comportamenti degli investitori istituzionali ed evidenziare specifici casi limite, in cui ha prevalso un diffuso dissenso.

Grafico 24

**Voti favorevoli alle proposte assembleari:
confronto tra risultanze complessive e voto delle minoranze**



3.6. L'approvazione del Bilancio d'esercizio

Il Bilancio d'esercizio rappresenta ovviamente il documento principale e fondamentale nella gestione di qualsiasi società, sia essa quotata o meno, e la sua approvazione è il momento imprescindibile di confronto e discussione tra il *management* ed i soci. Tutte le società devono sottoporre tale documento all'approvazione dei propri azionisti e, nel caso di società quotate sui mercati azionari, la proposta di approvazione del Bilancio d'esercizio è naturalmente posta al primo punto dell'ordine del giorno. Storicamente è sempre su tale primo e fondamentale punto che si concentrano gli interventi assembleari da parte di azionisti istituzionali e *retail* (interventi spesso di rilevanza tecnica, ma molte volte decisamente pretestuosi da parte dei cosiddetti "disturbatori assembleari").

La mancata approvazione del Bilancio porterebbe a conseguenze anche molto gravi per la vita stessa della società, ed in effetti non si ha memoria di Bilanci di emittenti appartenenti al FTSE MIB che siano mai stati bocciati in assemblea. Ma la situazione in alcuni casi potrebbe mutare, anche in maniera drastica, se si prescindesse dagli azionisti di controllo, ed a votare fossero esclusivamente le cosiddette "minoranze". Dal grafico che precede il presente paragrafo si è visto come solo il **2,8% degli investitori istituzionali** di minoranza abbiano complessivamente votato contro i Bilanci in analisi, per cui nella grandissima maggioranza dei casi non sarebbero comunque sussistite problematiche di sorta, tranne però nel caso di un unico emittente: **Autogrill**. Se si esclude dal computo del quorum e dei voti il **59,28%** del capitale detenuto dalla famiglia Benetton tramite la **Schematrentaquattro**, il Bilancio sarebbe stato bocciato con un netto **85,54% di voti contrari da parte delle minoranze**.

Attraverso l'analisi delle raccomandazioni dei principali Proxy Advisors, nel caso di Autogrill il voto contrario al Bilancio derivava da una mancata distribuzione degli utili in rapporto ai compensi ricevuti dal *management*. Le motivazioni alla base del risultato negativo di Autogrill, sarebbero quindi da ricondurre effettivamente al merito della proposta stessa.

Al di là del caso limite evidenziato con Autogrill, si potrebbero ricercare delle correlazioni dirette dei comportamenti omogenei degli investitori di minoranza rispetto alla composizione stessa dell'azionariato.

Si potrebbe infatti pensare che società con azionisti di controllo particolarmente “forti” presentino livelli di dissenso sulla gestione più elevati. Se ad un primo impatto la tabella che segue (tabella 8) sembra confermare tale tesi, da un’analisi più attenta si nota come sia invece priva di fondamento. In primo luogo si dovrebbe tener conto che tra le società con il minor consenso sia inclusa anche **Luxottica**, la cui bassa percentuale di voti favorevoli al Bilancio è dovuta esclusivamente alla presenza di un elevato livello di azionisti **non votanti, pari al 38,99%** (l’intera posizione detenuta da Deutsche Bank Americas per conto degli investitori statunitensi possessori di certificati ADR). Inoltre, in entrambi i lati della tabella troviamo **Telecom Italia**, che presenta sì un azionariato particolarmente diffuso, ma che ha anche fatto rilevare una delle più basse percentuali di approvazione del Bilancio tra le minoranze.

Tabella 8
Approvazione del Bilancio da parte delle "minoranze"
vs. concentrazione azionaria

| Società con il maggiore grado di "dissenso" sul Bilancio | | | Società a "maggiore Flottante" | | |
|--|---|------------------------------------|--------------------------------|---|------------------------------------|
| Società | % di Controllo (incluse azioni proprie) | % Minoranze favorevoli al Bilancio | Società | % di Controllo (incluse azioni proprie) | % Minoranze favorevoli al Bilancio |
| Autogrill | 59.3% | 14.4% | Parmalat | 0.0% | 100.0% |
| Luxottica | 73.8% | 60.9% | Prysmian | 1.7% | 100.0% |
| Fondiarìa Sai | 53.2% | 84.0% | Unicredit | 29.8% | 96.8% |
| Unipol | 57.3% | 87.3% | Telecom Ita | 23.7% | 94.6% |
| Telecom Ita | 23.7% | 94.6% | Generali | 28.0% | 98.1% |
| MEDIA | 53.5% | 68.2% | MEDIA | 16.6% | 97.9% |

Un fattore di correlazione decisamente più rilevante si riscontra invece nella partecipazione stessa degli investitori istituzionali di minoranza alle adunanze assembleari. Confrontando infatti le stesse società che hanno presentato il minor grado di consenso sul Bilancio, con le assemblee con il “quorum del *free float*” più elevato (tabella 9), si nota come in queste ultime i voti favorevoli abbiano superato la media complessivamente osservata (**98,8%** contro il **97,2%**), anche prescindendo dalla distorsione alla media dei consensi derivante dagli investitori non votanti in Luxottica.

Tabella 9

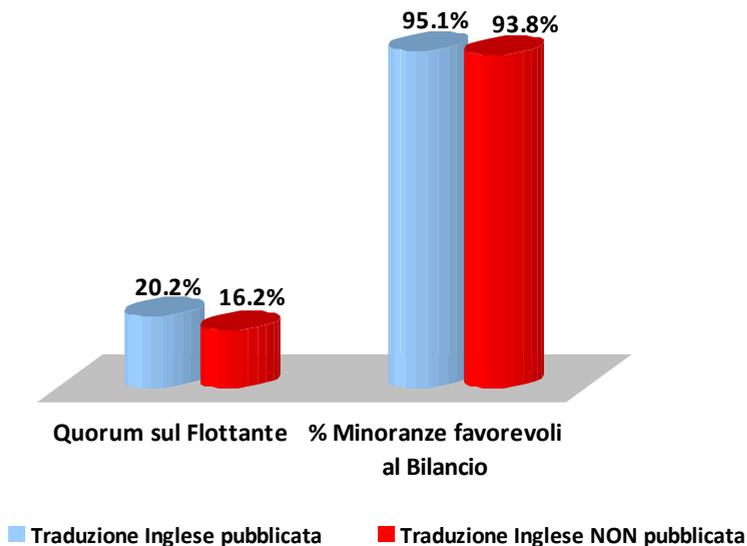
Approvazione del Bilancio da parte delle "minoranze" vs. partecipazione del flottante

| Società con il maggiore grado di "dissenso" sul Bilancio | | | Società con più alta partecipazione assembleare delle "minoranze" | | |
|--|-----------------------------------|----------------------------------|---|-----------------------------------|----------------------------------|
| Società | % Flottante presente in assemblea | Minoranze favorevoli al Bilancio | Società | % Flottante presente in assemblea | Minoranze favorevoli al Bilancio |
| Autogrill | 20.4% | 14.4% | Exor | 43.4% | 100.0% |
| Luxottica | 19.1% | 60.9% | Intesa S.P. | 33.1% | 98.8% |
| Fondiarria Sai | 8.4% | 84.0% | Atlantia | 29.0% | 97.3% |
| Unipol | 10.1% | 87.3% | Generali | 28.2% | 98.1% |
| Telecom Ita | 16.0% | 94.6% | Geox | 26.3% | 100.0% |
| MEDIA | 14.8% | 68.2% | MEDIA | 32.0% | 98.8% |

Molto più probabilmente, però, le ragioni vere che sottendono al comportamento assembleare degli investitori istituzionali sono da ricercare nel processo stesso di voto, nelle tempistiche di recepimento delle informazioni rilevanti e di quelle necessarie (ed a volte imposte dai diversi sistemi) per la corretta trasmissione della delega di voto. A riprova di tale ipotesi si veda il grafico seguente, in cui si sono messi a confronto i risultati medi riscontrati presso le minoranze assembleari in relazione con le tempistiche di pubblicazione della Relazione degli Amministratori sui punti all'ordine del giorno e sull'eventuale pubblicazione in inglese di tale, fondamentale, relazione. Nella costruzione del grafico sono state prese in considerazione le relazioni pubblicate sul sito di Borsa Italiana.

Grafico 25

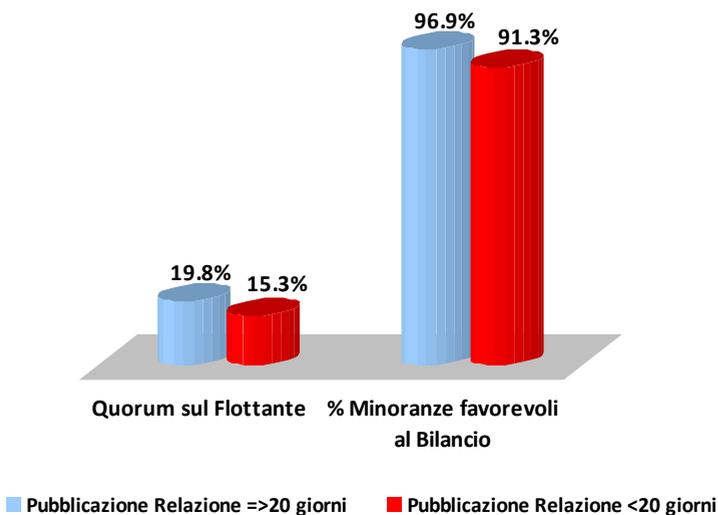
Partecipazione assembleare e consensi sul Bilancio degli investitori istituzionali di minoranza rispetto alla pubblicazione in inglese della Relazione degli Amministratori



Come si può immediatamente notare, la presenza della documentazione in lingua inglese aumenta la partecipazione degli investitori istituzionali **mediamente del 24,7%**. Spesso l'assenza della versione "internazionale" o la ritardata pubblicazione della relazione anche in italiano, risulta tra i fattori determinanti per ottenere il voto favorevole da parte di investitori che, a causa dell'elevato numero di società partecipate, necessitano di tempi e *format* adeguati per informarsi al meglio e decidere nella direzione più opportuna a tutelare i propri interessi di azionisti o, ancora più importante, gli interessi dei propri clienti/sottoscrittori.

Grafico 26

Partecipazione assembleare e consensi sul Bilancio degli investitori istituzionali di minoranza rispetto alla data di pubblicazione della Relazione degli Amministratori



Il grafico che precede conferma ulteriormente l'assunto che attribuisce la scarsa partecipazione assembleare e le differenze nei livelli di consenso al Bilancio d'esercizio a fattori spesso prettamente tecnici e procedurali. Seppure le differenze nella percentuale di capitale flottante presente in assemblea si assottiglino leggermente, nel caso di tempistiche particolarmente ritardate (meno di 20 giorni dalla data dell'adunanza) il "dissenso" al Bilancio aumenta decisamente rispetto alle Società che hanno reso disponibile la Relazione, almeno sul sito di Borsa Italiana, con congruo anticipo.

In conclusione, da quanto desunto nel corso dell'analisi dei verbali assembleari con riferimento all'approvazione del Bilancio d'esercizio, un'elevata partecipazione corrisponde generalmente ad un voto positivo maggiormente diffuso. Al tempo stesso, per poter consentire la partecipazione ed il conseguente "gradimento" sulla gestione, occorre pubblicare la documentazione informativa nei tempi e formati più congrui

per una dettagliata analisi da parte degli investitori istituzionali e dei loro Advisors.

Tale esigenza è pervenuta anche al legislatore che, con il d.lgs n.27 del gennaio 2010, ha introdotto l'art. 125-ter del T.U.F., per cui "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". Quindi si introduce l'obbligo di anticipare la pubblicazione a **trenta giorni** antecedenti la data della prima convocazione assembleare, mirando in tal modo a favorire la partecipazione degli investitori istituzionali, le cui tempistiche decisionali e tecniche per il corretto processo di voto sono decisamente più lunghe.

3.7. L'elezione delle cariche societarie

Altro momento fondamentale per la continuità della gestione aziendale è l'elezione del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale (organo preposto alla vigilanza dell'operato degli stessi Amministratori). Il nostro ordinamento, proprio in considerazione della struttura azionaria fortemente concentrata nelle mani degli azionisti di controllo, prevede meccanismi di tutela delle minoranze attraverso il sistema del "voto di lista" e la previsione che le minoranze stesse possano esprimere almeno un Amministratore, un Membro dell'organo di controllo ed il Presidente dell'organo di vigilanza (se è stato adottato il modello tradizionale o monistico di amministrazione e controllo), nel caso in cui, ovviamente, riescano a presentare una lista di candidati in assemblea. Inoltre, sempre con riferimento ai livelli di flottante sul mercato, la Consob definisce i livelli minimi di partecipazione (espressi in percentuale sul capitale) necessari per poter presentare la lista stessa, di modo che, indipendentemente dal peso degli azionisti di controllo, in tutte le società sia possibile un'espressione delle minoranze nella gestione. Da ciò, l'elezione delle cariche diventa probabilmente il momento *clou* dell'attivismo e del confronto tra le varie componenti dell'azionariato. La previsione di quote minime di partecipazione per la presentazione di una lista di candidati e la possibilità di

aggregazione tra gli investitori a tale scopo, dovrebbero rendere le “nomine” anche un momento di confronto serrato tra gli stessi azionisti di minoranza.

Nel corso del 2010 in 20 casi l’assemblea è stata chiamata a nominare membri del Consiglio d’Amministrazione (11 casi)⁵², del Collegio Sindacale (8 casi) o del Consiglio di Sorveglianza⁵³ (nell’unico caso analizzato di modello dualistico: **Intesa San Paolo**), in toto o individualmente a causa di cessazioni anticipate. In otto casi l’intero **CdA** giungeva a naturale conclusione, mentre nei rimanenti tre l’ordine del giorno prevedeva la nomina di un Amministratore per cessazione anticipata: in due casi, **Prysmian** e **Telecom Italia** a causa delle dimissioni di Amministratori in seguito all’uscita dalle compagnie azionarie dei soci che ne avevano, a suo tempo, proposto la candidatura (più precisamente a seguito della cessione delle partecipazioni di Goldman Sachs in Prysmian e dell’uscita della Società Sintonia da Telco, il veicolo finanziario di controllo di Telecom Italia); nel caso di **Fondiarria Sai**, la cessazione anticipata era dovuta al decesso dell’Amministratore in carica.

Sulle otto occasioni di presentazione di una lista di **candidati espressione delle minoranze**, queste ultime si sono attivate in quattro casi: Atlantia, Generali, Italcementi e Snam Rete Gas. Nel caso di **Atlantia** e **Italcementi** le liste sono state presentate da istituzioni singole (rispettivamente la **Fondazione Cassa di Risparmio di Torino** ed il Fondo statunitense **First Eagle**), mentre in **Generali** e **Snam** la lista è stata presentata da un insieme di Fondi italiani aggregatisi sotto il coordinamento del relativo organismo di rappresentanza **Assogestioni**. In tre occasioni, su otto, le minoranze hanno presentato liste di candidati per l’elezione del **Collegio Sindacale** e sempre dietro il coordinamento di **Assogestioni**: **Enel**, **Snam Rete Gas** e **Unicredit**. Nel caso di **Intesa San Paolo**, unico esempio analizzato di modello dualistico, sono state presentate ben 5 liste per l’elezione del **Consiglio di Sorveglianza**, di cui quattro espressione di azionisti di maggioranza ed una di minoranza coordinata, ancora una volta, da **Assogestioni**. Nei rimanenti 12 casi, i candidati sono risultati espressione

⁵² È stato escluso dall’analisi il caso di **Mediobanca**, per cui la cessazione anticipata di due Consiglieri ha portato alla delibera di riduzione del numero dei componenti del CdA, per cui non si è provveduto all’elezione di nuove cariche.

⁵³ Organo centrale del modello dualistico, che ricopre sia le funzioni tipiche del Collegio Sindacale, quindi organo di controllo, ma anche alcune funzioni proprie dell’Assemblea, tra cui la nomina e la revoca dei membri del Consiglio di Gestione.

degli azionisti di maggioranza o del *management* (nel caso di cessazione anticipata di singoli componenti).

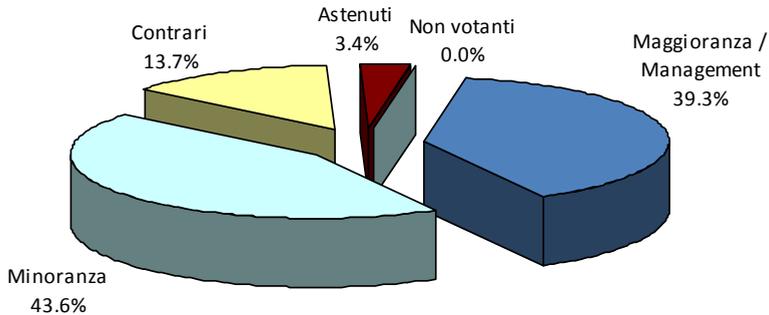
Il momento principe in cui storicamente si manifesta l'attivismo degli investitori di minoranza, ha trovato quindi conferma in otto occasioni su venti (40%) ed ha visto protagonisti i Fondi italiani dietro la guida di **Assogestioni nel 75% dei casi**. Si sono in effetti riscontrati sporadici casi di attivismo anche da parte di isolati investitori *retail*, approfittando della presentazione dei candidati direttamente durante l'adunanza assembleare. In particolare si riporta il caso di **Parmalat**, che ha visto la candidatura spontanea di un azionista individuale alla proposta di integrazione del Collegio Sindacale in seguito al decesso del Sindaco in carica. Tale caso isolato non ha avuto però alcun riscontro tra gli investitori istituzionali, ricevendo un unico voto favorevole da parte di un altro azionista privato⁵⁴.

A dispetto del maggior numero di candidati espressione delle maggioranze o del *management*, l'analisi complessiva delle preferenze degli investitori istituzionali evidenzia un netto consenso maggioritario verso le **liste di minoranza**. Tali liste hanno infatti convogliato il **43,6% del flottante** complessivamente presente in assemblea, espresso ai valori di mercato. I candidati espressione degli **azionisti di controllo e del management** hanno ottenuto il **39,28%** dei voti "di minoranza", i **contrari a tutte le liste il 13,69%**, mentre gli **astenuti ed i non votanti** un residuale **3,39%**.

⁵⁴ Altri casi di "attivismo del Retail" sono stati riscontrati nelle Assemblee di **Exor, Fiat, Mediobanca e Pirelli**, in merito ad azioni di responsabilità nei confronti degli Amministratori promosse da un singolo azionista privato. Gli investitori istituzionali non hanno concesso neanche un voto favorevole a tali proposte in ciascuno dei casi evidenziati (in Exor la proposta è stata approvata da tre azionisti privati per 36 azioni; in Fiat da cinque privati per 7.488 azioni; in Mediobanca da azionisti privati per 310 azioni; in Pirelli da due azionisti privati per 51.739 azioni).

Grafico 27

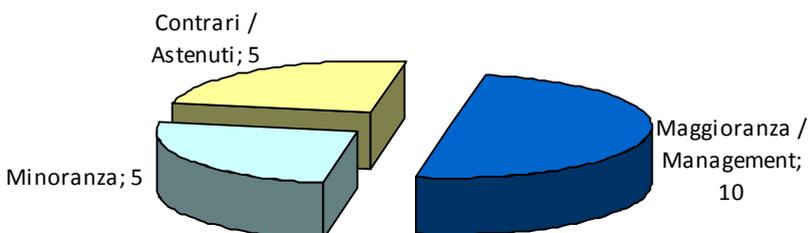
Voti “di minoranza” complessivi sulle materie relative alle nomine delle cariche societarie



I risultati così riportati sono però influenzati dalle differenti dimensioni delle varie società, sovrappesando ovviamente le risultanze assembleari degli emittenti a maggior capitalizzazione di Borsa. In termini di numero di votazioni, i **candidati espressione delle maggioranze** o del *management* hanno incontrato il gradimento maggioritario degli investitori istituzionali in **10 casi**, le **liste di minoranza** in **5 casi**, mentre nelle rimanenti **5 Società** hanno prevalso i **contrari**.

Grafico 28

Preferenze maggioritarie da parte delle “minoranze” (numero di ordini del giorno)



Entrando maggiormente nel dettaglio, in occasione dei rinnovi in cui erano presentate **liste di minoranza**, queste hanno complessivamente raccolto il **51,86%** dei voti rappresentativi del flottante, contro il **33,62% delle liste presentate dagli azionisti di controllo** ed il **14,52% di voti contrari a tutte le liste o astenuti**. In **5 casi su 8 le minoranze** hanno ottenuto i consensi più elevati, in **2 occasioni** hanno prevalso le liste presentate dagli **azionisti di controllo**, mentre in un solo caso i contrari a tutte le liste hanno ottenuto il maggior numero di voti: il rinnovo del **Collegio Sindacale di Enel**.

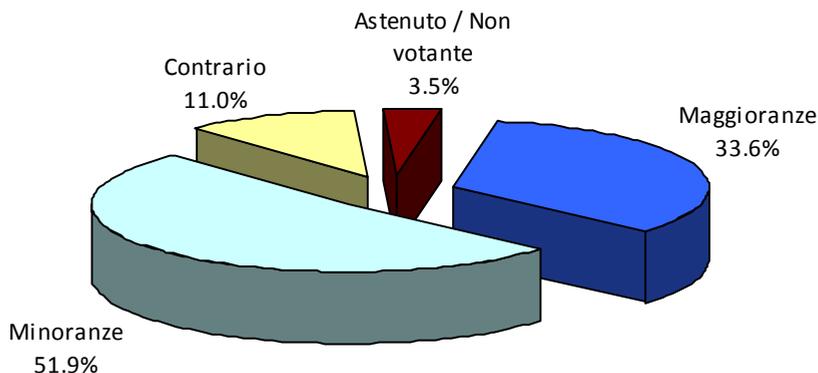
In quest'ultima occasione, la lista di maggioranza era espressione del **Ministero dell'Economia**, mentre **Assogestioni** aveva coordinato la lista di minoranza, sottoscritta da **venti Gestori di Fondi** (di cui 19 facenti capo a gruppi italiani ed un Fondo Pensioni olandese: Stichting ABP). All'interno delle minoranze, la lista del Ministero ha convogliato il 16,2% delle preferenze, la lista dei Fondi il 29,4%, i contrari a tutte le liste il 41,2% e gli astenuti il 13,2%. In assenza di un azionista di controllo, quindi, il Collegio Sindacale di **Enel** non sarebbe stato eletto. Ad influire pesantemente sulle percentuali rilevate, però, ha contribuito **Banca d'Italia**, che rappresentava il **12,4% del flottante** complessivamente votante, e che si è astenuta dal voto. Nel caso in cui Banca d'Italia avesse votato a favore della lista di minoranza, questa avrebbe superato i contrari nelle preferenze, confermando quanto riscontrato in altre occasioni.

Il dato riscontrato in **Enel** rimane comunque rilevante, anche a prescindere dal voto di Banca d'Italia: al netto di tale posizione, infatti, i contrari a tutte le liste avrebbero comunque superato in termini di voti le due liste presentate (47% contro il 18% del Ministero ed il 34% dei Fondi). Se poi si considera che la porzione maggiore degli azionisti di minoranza era rappresentata da **Assicurazioni Generali** (13,2%), e che quest'ultima ha votato per la lista dei Fondi, risulterebbe che la netta maggioranza degli **investitori istituzionali esteri** ha votato contro tutte le liste. Le motivazioni alla base del dissenso non sembrano però risiedere nel merito delle candidature, né tantomeno dei soggetti sottoscrittori delle stesse. Le reali giustificazioni si possono ritrovare in maniera chiara nelle raccomandazioni di voto emanate allora dai principali **Proxy Advisors**: voto contrario per **carenza di informazioni** a riguardo. Si dimostra quindi come il dissenso non riguardi sempre o necessariamente il merito delle proposte, ma più banalmente le tempistiche e modalità di informazione: le liste presentate all'assemblea di Enel risultano pubblicate sul sito di Borsa Italiana **undici**

giorni prima rispetto alla prima convocazione assembleare, giorno in cui la grande maggioranza degli investitori istituzionali esteri aveva **già provveduto alla trasmissione della delega di voto**.

Grafico 29

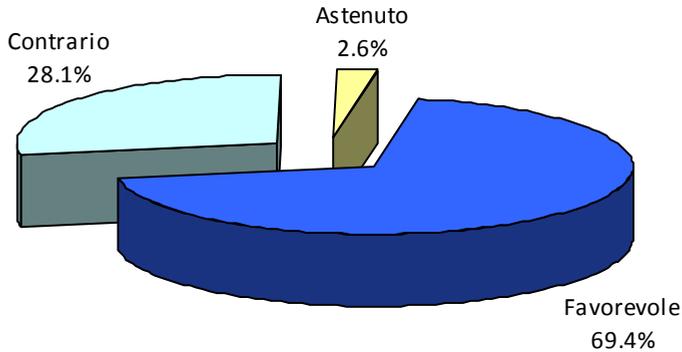
Voti percentuali delle minoranze in occasione della presentazione di più liste di candidati alle cariche societarie



Differente il caso in cui erano presenti candidati espressione esclusivamente degli azionisti di controllo o del *management*, sia sotto forma di lista che di candidati singoli in caso di cessazione anticipata. In tali occasioni, ovviamente riducendosi il numero di scelte possibili, la percentuale dei **voti contrari** si incrementa al **28,1%**, mentre i **voti favorevoli** alla nomina sono stati pari al **69,35% del flottante**, **2,55%** gli **astenuti** e nessun “non votante”. Nel dettaglio, però, aumenta il numero di assemblee in cui i candidati proposti non sarebbero stati eletti: in **quattro occasioni**, infatti, i **voti contrari** degli azionisti istituzionali di minoranza hanno prevalso sui favorevoli, contro gli otto in cui le candidature hanno ottenuto il consenso anche di tale categoria di investitori.

Grafico 30

Voti percentuali sul Flottante in assenza di liste di minoranza



Nell'osservare le società in cui i voti contrari alle nomine hanno prevalso, non si riscontra alcuna correlazione con la struttura azionaria delle stesse, né con le modalità di informazione al mercato. Tali Società sono infatti **Bulgari**, **Fondiaria Sai**, **Geox** e **Telecom Italia** ed in tutti i casi si è trattato di nomine relative al **Consiglio d'Amministrazione**. Con riguardo alla concentrazione azionaria, la correlazione decade dal momento che **Telecom Italia** risulta tra gli emittenti a maggior flottante. Non si riscontrano correlazioni neanche con la tempistica di pubblicazione delle liste, in quanto tra le società oggetto di voti contrari troviamo **Bulgari**, che ha pubblicato la lista di candidati, sul sito di Borsa Italiana, con ben 23 giorni di anticipo rispetto alla prima convocazione assembleare. Inoltre è esemplare il caso di **Geox**, per cui in caso di nomina del **Collegio Sindacale** le minoranze non hanno espresso **alcun voto contrario**, al contrario del rinnovo del CdA dove gli stessi azionisti hanno votato favorevole solo al 47%.

Sempre con riferimento alle tempistiche di informazione al mercato, inoltre, si evidenzia come nei casi di **Parmalat** (elezione di un Sindaco per cessazione anticipata), **Prysmian** (Collegio Sindacale⁵⁵), **Fondiaria Sai** e **Telecom Italia** (entrambe cessazione anticipata di Amministratori) le candidature siano state espresse direttamente nel corso dell'assemblea, ma mentre nelle prime due tali candidati hanno ottenuto ampi consensi (dall'**89,1%** di **Prysmian** al **99,4%** di **Parmalat**), per le seconde hanno prevalso i contrari e astenuti (**51,5%** per **FonSai** e **57,8%** per **Telecom**).

Qualche indicazione maggiore ci viene dall'analisi dei voti espressi dalle singoli istituzioni presenti alle diverse assemblee. Nel caso di **Fondiaria Sai** e di **Geox**, infatti, si nota come i voti contrari, e ancora di più gli astenuti, si concentrino in pochissimi *investment advisors*, mentre il consenso sembrerebbe maggiormente diffuso in termini di numero di "teste". In **Fondiaria Sai** ha pesato particolarmente il gestore francese **Amundi**, che si è astenuto con il suo **24,2% del flottante votante**, influenzando in maniera determinante sul prevalere di tale indirizzo di voto tra le "minoranze". Nel caso di **Geox** la concentrazione delle astensioni è ancora più marcata limitandosi ad **un unico gestore**: la statunitense **Capital Group**, che con quattro fondi rappresentava quasi il **53% del "quorum di minoranza"**. Quasi tutti gli altri azionisti di **Geox** avevano invece votato favorevole anche al rinnovo del Consiglio d'Amministrazione, evidenziando quindi che non vi è stato un reale voto disgiunto tra gli azionisti di minoranza.

Una prima conclusione dell'analisi dei voti delle minoranze riguardo le nomine delle cariche societarie riprende quindi quanto visto in occasione dell'approvazione del Bilancio d'esercizio, aggiungendo però un ulteriore spunto: la bassa partecipazione del flottante all'assemblea favorisce la creazione di un'ulteriore concentrazione dei voti anche tra gli investitori istituzionali. Se a ciò si aggiungono anche le tempistiche della pubblicazione dell'informativa, ecco che si spiegano i dissensi riscontrati nelle assemblee di **Enel**, **Fondiaria Sai** e **Geox**.

⁵⁵ Nel caso di **Prysmian**, non essendo state depositate liste di candidati nei termini di legge, si è proceduto all'elezione deliberando attraverso le normali maggioranze, venendo meno il sistema del voto di lista. In questo caso, un azionista individuale aveva proposto la conferma dei Sindaci uscenti, depositando tale dichiarazione undici giorni prima della prima convocazione assembleare.

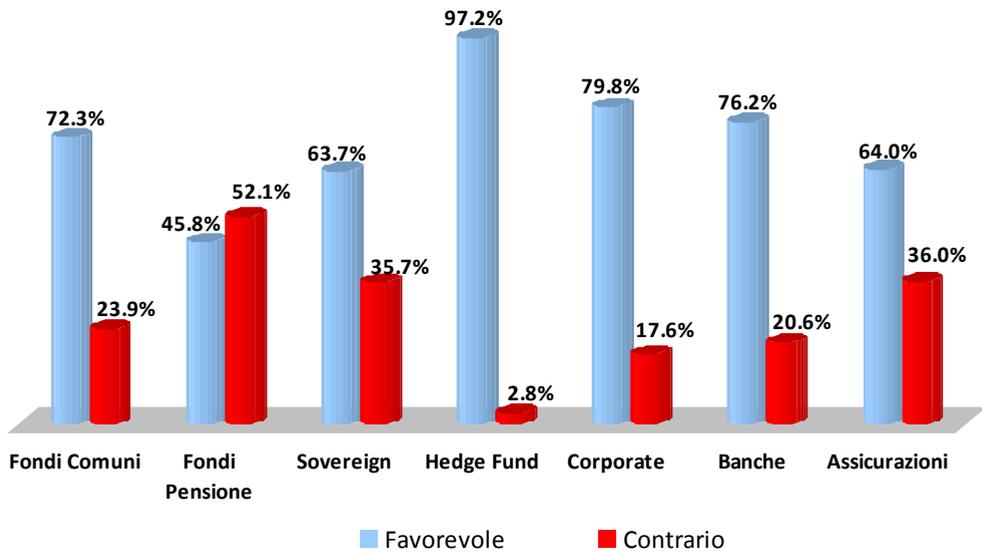
Differente il caso di **Telecom Italia**, dove il dissenso è stato particolarmente diffuso, con **475 beneficial owners** che hanno espresso voto contrario o si sono astenuti, su **882 presenti**. La concentrazione in questo caso si riscontra invece tra i voti favorevoli, grazie alla presenza di **Banca d'Italia**, rappresentante oltre il 10% degli investitori di minoranza votanti. Il diffuso dissenso tra le istituzioni estere è da riscontrare in questo caso nel merito della proposta, in quanto il candidato Amministratore non si qualificava quale indipendente.

Non è stato possibile entrare nello stesso dettaglio di analisi per **Bulgari**, per cui non è stata pubblicata la lista di azionisti presenti in assemblea con il rispettivo indirizzo di voto. Guardando però alle raccomandazioni di voto dei principali Proxy Advisors, il voto contrario anche in questo caso era dettato da motivazioni di merito: secondo gli analisti, infatti, sarebbero venuti a mancare i **requisiti di indipendenza** di uno dei candidati in lista segnalato, appunto, come Amministratore indipendente, in quanto in carica nella medesima società per oltre tre mandati consecutivi.

Passando ad analizzare i comportamenti assembleari delle principali categorie di investitori, si possono individuare delle omogeneità all'interno dello stesso gruppo. Nelle occasioni in cui non erano state presentate liste di minoranza, l'aggregato di voti espresso dalle varie categorie di istituzioni si è quasi sempre allineato sul consenso alla proposta dell'azionista di controllo o del *management*. Gli unici investitori che, sempre in aggregato, hanno votato in prevalenza contrario sono i **Fondi Pensione**, con il **52,1% di contrari** ed il **2,1% di astenuti**. All'estremo opposto dei Fondi Pensione si collocano invece gli **Hedge Funds**, che **hanno approvato** le candidature proposte al **97,2%** (ovviamente in questo caso pesa molto la composizione dell'azionariato, avendo riscontrato in tale categoria investimenti elevati in un numero ridotto di emittenti).

Grafico 31

Indirizzo di voto per categoria di investitore istituzionale in assenza di liste di minoranza

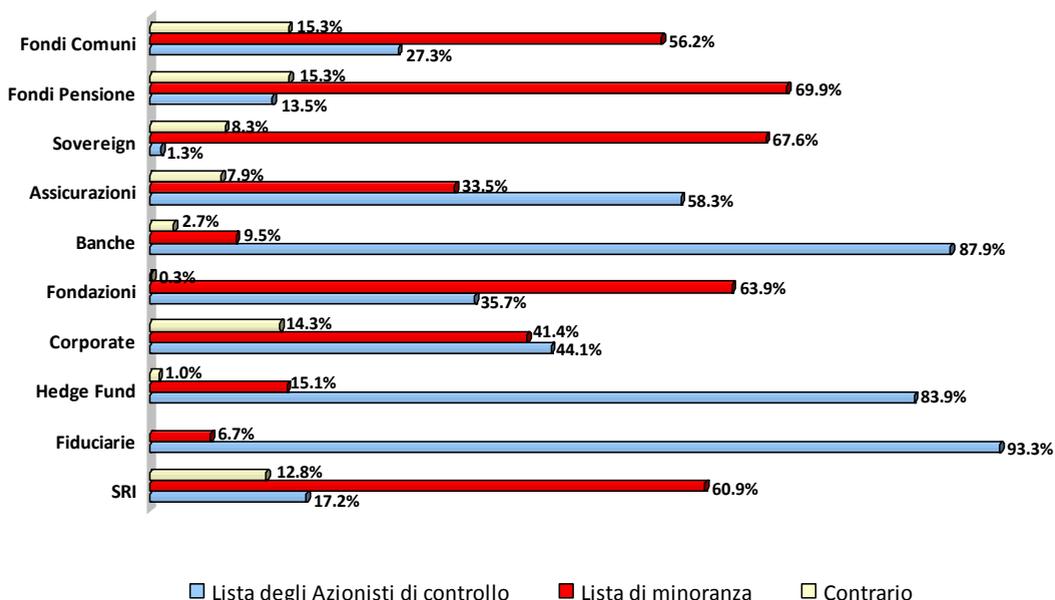


L'analisi degli indirizzi di voto in presenza di liste di minoranza evidenzia, al contrario, differenze sostanziali tra le varie categorie di istituzioni. Da una parte i gestori di **Fondi Comuni**, di **Fondi Pensione**, i **Fondi Sovereign**, le **Fondazioni**⁵⁶ ed i **Fondi SRI** evidenziano una preferenza nei confronti delle liste di minoranza sostanzialmente omogenea, che si aggira intorno al 60%. Tale dato conferma un'omogeneità sostanziale dei gestori "in conto terzi", allineati spesso alle *voting guidelines* espresse dai principali Proxy Advisors. Inoltre si conferma anche l'allineamento a tali politiche di voto anche da parte dei **Fondi Sovereign** e di **Banca d'Italia** in particolare (che ne rappresenta oltre i due terzi dei votanti).

⁵⁶ Nel caso delle Fondazioni pesa la presentazione della lista di minoranza in Atlantia da parte della **Fondazione Cassa di Risparmio di Torino**. Al netto di tale posizione i favorevoli alle liste di maggioranza avrebbero prevalso con il 59% dei voti.

Grafico 32

Indirizzo di voto per categoria di investitore istituzionale in presenza di liste di minoranza



Tra gli investitori che hanno in maggioranza sostenuto col proprio voto le liste presentate da azionisti di controllo troviamo istituzioni storicamente più vicine a questi ultimi, come le **Fiduciarie**, le **Banche** e, anche se in misura minore, le **Assicurazioni**. Ma se l'orientamento di queste categorie di istituzioni potrebbe essere considerato prevedibile, in un certo senso sorprende la grande prevalenza di voti favorevoli alle liste dell'azionista di controllo da parte degli **Hedge Funds**, (**84%** dei voti della categoria).

I Fondi considerati più speculativi e storicamente più "attivisti", si mostrano quindi allineati all'azionista di controllo ed al *management*, evidenziando da una parte un forte gradimento sulla gestione delle società in cui investono e, dall'altra parte, che gli strumenti di attivismo maggiormente utilizzati, almeno in Italia, sono orientati ad un rapporto diretto con gli

Amministratori⁵⁷, oltre che ad investimenti (e disinvestimenti) mirati. Tra le Società in cui si è rilevato il maggior peso assembleare degli **Hedge Fund**, e conseguentemente le relative maggiori preferenze per il *management* espressione della maggioranza, troviamo, tra le assemblee in cui era presente la lista di minoranza, **Intesa San Paolo** (95% a favore della lista presentata congiuntamente dalla **Compagnia di San Paolo** e dalla **Fondazione Cariplo**) e **Generali** (96% per la lista di **Mediobanca**); **Parmalat** e **Prysmian** nel caso di assenza di più liste (100% dei voti favorevoli in entrambe le occasioni).

3.8. Compensi degli Amministratori

La discussione assembleare sui compensi degli Amministratori, includendo in tale materia anche i piani di incentivazione e di *stock options*, riveste un'importanza decisamente primaria nel confronto tra gli investitori istituzionali di minoranza ed organi societari. Soprattutto negli ultimi anni, e come conseguenza della crisi che ha attraversato i mercati finanziari, le deliberazioni in materia sono oggetto di particolare attenzione e scrupolo.

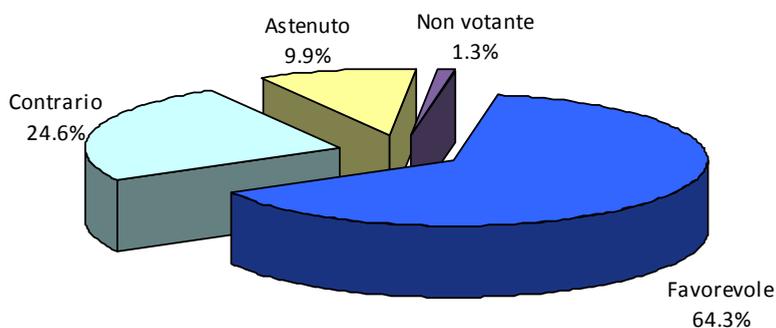
In sei occasioni, delle 32 analizzate, la remunerazione dei componenti del Consiglio di Amministrazione è stata oggetto di delibera assembleare in forma separata dalle nomine alla stessa carica. In quattro ordini del giorno si approvava il piano di *stock options* ed in altrettanti il piano di incentivazione.

⁵⁷ Si veda, ad esempio, il caso di attivismo “ex ante” dell’Hedge Fund statunitense **Knight Vinke Asset Management su ENI** nei primi mesi del 2010. Il Fondo, con una lettera aperta pubblicata sui quotidiani italiani a gennaio, contestava al *management* una sottovalutazione del valore di mercato del titolo ENI, dovuta ad un’inefficiente struttura finanziaria. Il Fondo, anziché attivarsi in sede assembleare, dove ha poi votato favorevolmente alle proposte del *management*, ha ingaggiato un confronto con gli Amministratori, proponendo una propria possibile soluzione al problema da lui stesso evidenziato. Per avere però una conferma che la strategia di attivismo sia svolta effettivamente al solo confronto diretto con il *management*, occorrerà aspettare la prossima Assemblea di ENI. A maggio 2011, infatti, si provvederà all’elezione del Consiglio di Amministrazione, momento di rilevanza decisamente superiore per far sentire eventuali voci contrarie all’operato dei *managers* espressi dall’azionista di controllo.

A riprova della delicatezza dell'argomento, le risoluzioni assembleari relative ai compensi degli Amministratori hanno fatto rilevare il più alto livello di dissenso da parte degli investitori istituzionali di minoranza, che hanno complessivamente votato in **senso favorevole** alle 14 proposte, con il **64,3%**, rispetto all'oltre 80% riscontrato sulle altre materie.

Grafico 33

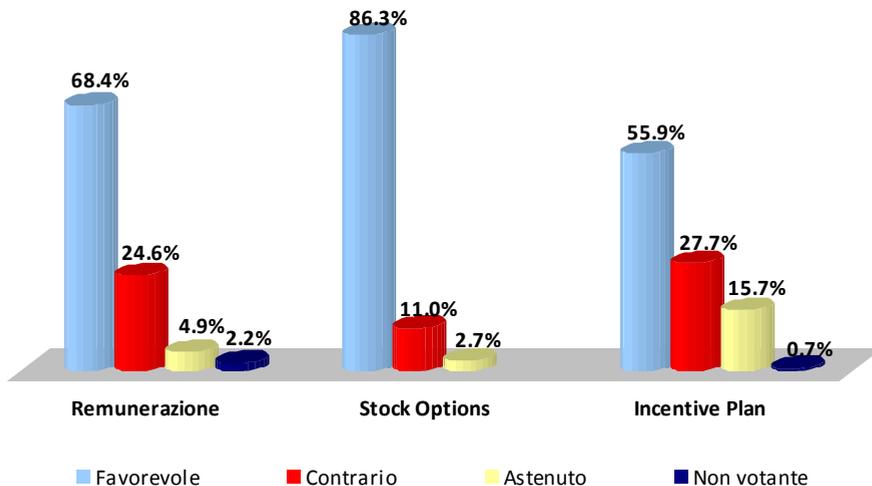
Voti delle minoranze sui compensi degli Amministratori



Scorpendo i voti tra le singole risoluzioni, si nota come sui piani di *stock options* siano confluiti i maggiori consensi degli investitori istituzionali (**86%**), mentre gli *incentive plans* non hanno incontrato particolari favori (**56%**), nel mezzo si collocano le remunerazioni (con il **68%** dei voti favorevoli).

Grafico 34

Voti delle minoranze sui diversi elementi in materia di compenso dei membri del CdA



Scendendo però nel dettaglio delle singole assemblee, i **contrari ed astenuti** avrebbero prevalso in **5 casi**, di cui due relativi alle remunerazioni (**Intesa San Paolo** e **Snam Rete Gas**), due al piano di incentivazione (**Fiat** e **Telecom Italia**) ed uno al piano di *stock options* (**Mediolanum**).

Rispetto alle proposte assembleari esaminate in precedenza, non si riscontrano in questo caso forti correlazioni del dissenso evidenziato dagli investitori istituzionali con tempistiche e modalità informative, né particolari concentrazioni nella partecipazione del flottante. Il dissenso in occasione dei compensi risulterebbe abbastanza diffuso nelle assemblee sopra citate (**86%** dei *beneficial owners* di **Telecom Italia**, **74%** in **Snam Rete Gas**, **68%** in **Intesa San Paolo** e **67%** in **Fiat**, mentre per **Mediolanum** tale rilevazione è **impossibilitata** dall'assenza nel verbale pubblicato degli allegati relativi agli indirizzi di voto dei singoli azionisti).

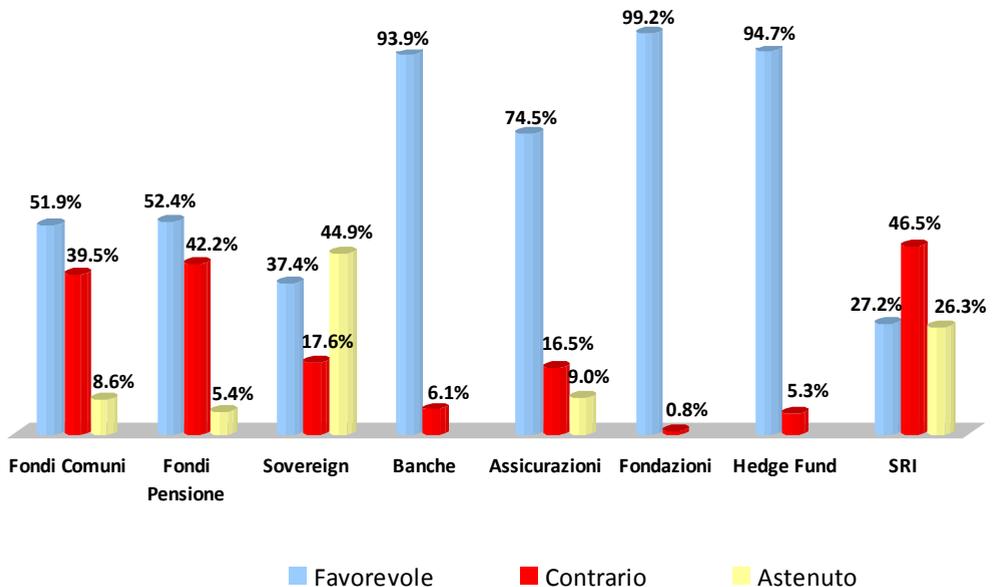
Senza entrare nel merito di ciascuna proposta, le motivazioni alla base del voto contrario potrebbero essere riscontrate in una politica più generale che prevede un'ampia *disclosure* dei compensi, in ogni loro forma (remunerazioni, *stock options* e *incentive plans*). Spesso il voto contrario

può essere dettato da una scarsa informativa riguardo la composizione del compenso tra componente fissa e variabile, e soprattutto una non sufficientemente illustrazione del calcolo di quest'ultima.

Il grafico che segue evidenzia il comportamento delle diverse categorie di investitori istituzionali rispetto alla materia del compenso. Come si può notare, **Fondazioni, Banche e Assicurazioni** si confermano particolarmente **favorevoli** alle delibere proposte, mentre i **Fondi Sovereign**, guidati da **Banca d'Italia**, mostrano una sostanziale **astensione dal voto** su questo tema. Particolare uniformità si nota nelle preferenze espresse da **Fondi Comuni** e **Fondi Pensione**, che evidenziano un maggiore grado di dissenso facendo però prevalere i favorevoli. Un **predominante dissenso** ai compensi proposti si evidenzia solo da parte dei **Fondi Socialmente Responsabili**.

Grafico 35

Indirizzo di voto delle categorie di investitori istituzionali con riferimento ai compensi dei membri del CdA



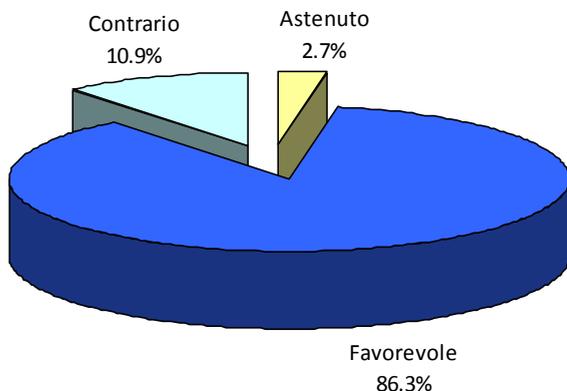
3.9. Acquisto e disposizione di Azioni proprie

Tra gli scopi sottostanti la proposta di acquisto e disposizione di azioni proprie risulta spesso, anche se non necessariamente, la destinazione delle azioni acquistate ai piani di *stock options*, motivo per cui ci sembra doveroso affrontare l'analisi dei comportamenti assembleari degli investitori istituzionali anche con riferimento a tale ordine del giorno.

Anche in questo caso, il complesso dei voti degli investitori di minoranza ha premiato le proposte del Consiglio di Amministrazione, con circa l'**86% di voti a favore**. Guardando al dettaglio delle assemblee, però, anche qui non mancano i distinguo, seppur limitati a due soli casi: **Autogrill** e **Fondiarria Sai**.

Grafico 36

Voti degli azionisti di minoranza riguardo l'autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie



Nel caso di **Autogrill** il **75,9%** degli investitori istituzionali ha **negato** l'autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie. La "bocciatura" in particolare è arrivata da parte dei **Fondi Comuni**, che rappresentavano il **61% del flottante** presente in assemblea votando all'89% contro la proposta. Ancora più in dettaglio, anche in questo caso si nota una certa concentrazione delle posizioni di minoranza: tre gestori, **Franklin Templeton, Grantham Mayo Van Otterloo e John Hancock**,

che insieme ne rappresentavano il **55%**, hanno votato integralmente contro l'autorizzazione. Tra le altre categorie di istituzioni, solo tra le **Assicurazioni** sono prevalsi i dissensi, mentre **tutte le rimanenti** hanno votato in prevalenza **a favore**.

Diverso il caso di **Fondiaria Sai**, dove 139 *beneficial owners* su 155 presenti in assemblea hanno votato contro l'autorizzazione all'acquisto e disposizione di azioni proprie. Anche la percentuale del dissenso è decisamente superiore, pari all'**83,1% degli investitori di minoranza**. Non si assiste quindi in questo caso ad una particolare concentrazione dei seppur pochi investitori istituzionali, che pesavano complessivamente per l'**8,43% del capitale flottante**.

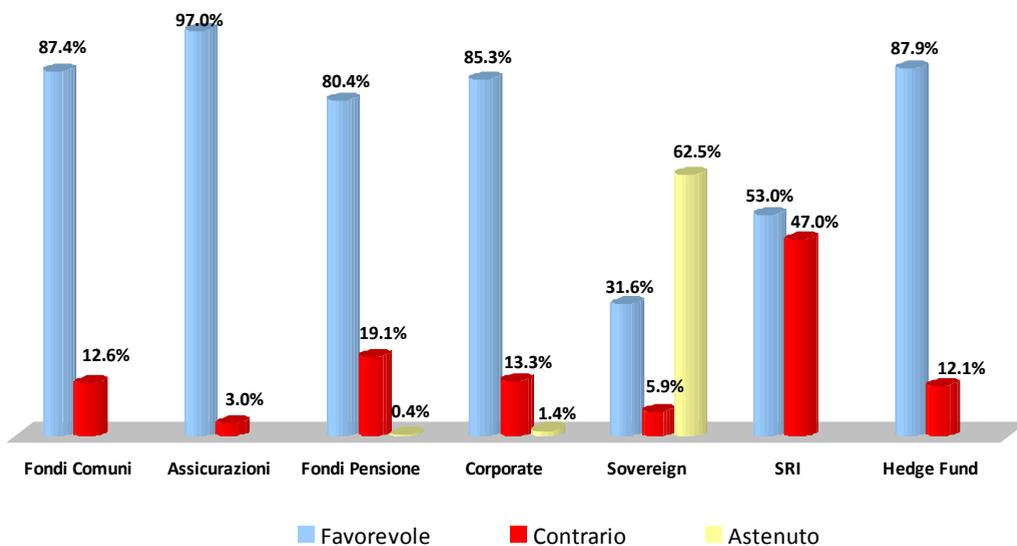
Va inoltre evidenziato come in **Unipol**, che pure ha visto una prevalenza di voti favorevoli al **59,2% delle minoranza**, pesino i voti delle due assicuratrici francesi MACIF e MAIF, che hanno stretto accordi commerciali con la compagnia stessa. Al netto dei due istituti, l'indirizzo di voto degli istituzionali sarebbe stato favorevole solo al **39,1%**.

Emerge quindi anche in questo caso quanto un'ampia partecipazione assembleare delle minoranze sia un fattore direttamente correlato alla diffusione del consenso, fatti salvi ovviamente casi singoli in cui un ampio dissenso sia legato a fattori di merito della proposta.

Dall'analisi degli indirizzi di voto delle singole categorie di istituzioni, si evidenzia come i voti favorevoli abbiano ottenuto percentuali decisamente elevate ed allineate per quasi tutte le categorie, salvo i **Fondi Sovrani**, dove pesa l'astensione di **Banca d'Italia** in **Fiat**, ed i **Fondi SRI**, solitamente più critici sulle questioni relative, anche se in parte, ai compensi.

Grafico 37

Indirizzo di voto delle categorie di investitori istituzionali con riferimento all'acquisto e disposizione di azioni proprie



Conclusioni sull'indagine empirica

Il mercato italiano continua a presentare un'elevata concentrazione degli assetti proprietari, seppure registrando un costante ma leggero calo nel tempo: dal 49% del 2005, gli azionisti di controllo (sia di diritto che di fatto) arrivano oggi a rappresentare mediamente il 42,7% del capitale delle società a maggiore capitalizzazione, con un calo di circa il 13 punti percentuali nei cinque anni. Ovviamente, una tale partecipazione azionaria continua a garantire un controllo assoluto in sede assembleare, soprattutto considerando le basse percentuali di affluenza riscontrate. Tuttavia la situazione generale segnala piccoli ma significativi cambiamenti.

Gli azionisti di minoranza, seppure sostanzialmente stabili rispetto a quanto rilevato nel 2009, continuano ad assumere sempre maggiore importanza e consapevolezza. Dal punto di vista della partecipazione azionaria, il 64% circa della capitalizzazione complessiva di Borsa è da considerarsi "flottante", contro il 36% detenuto dagli azionisti di controllo. Inoltre, gli azionisti di minoranza hanno fatto segnare un più 32% nel peso assembleare medio (dall'8,1% al 10,7%) dal 2005 ad oggi, evidenziando una sempre crescente attenzione, soprattutto da parte dei gestori istituzionali, verso i grandi temi di *governance*, spesso determinanti per la continuità di una corretta e trasparente gestione societaria.

Il crescente peso azionario delle minoranze si riscontra in particolare da parte della componente istituzionale, che passa a rappresentare mediamente il 38,2% del capitale delle società analizzate, rispetto al 32% riscontrato nel 2005 (più 20% circa). All'interno degli istituzionali, l'incremento riguarda sia la componente italiana (dal 12,5% al 13,5%) che quella estera (dal 19,5% al 24,7%), seppure quest'ultima segni un leggerissimo calo nel corso del 2010 (0,1 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente). La componente *retail*, ovvero gli azionisti privati, che avevano fatto registrare una diminuzione nel 2009 (dal 17,8% al 16,8%), tornano invece quasi ai livelli del 2005 detenendo mediamente il 17,2% delle società a maggiore capitalizzazione.

La riduzione riscontrata nell'azionariato definito *Core* o strategico, dal 2005 al 2009, è stata quindi assorbita interamente dagli investitori istituzionali, che hanno invece fatto registrare una stabilizzazione nel corso

dello scorso anno, a favore di un rinnovato interesse da parte degli investitori privati.

Focalizzando poi l'analisi sulla composizione del capitale flottante all'interno delle società, si notano differenze sostanziali nelle preferenze di investimento delle singole componenti l'azionariato di minoranza: mentre gli investitori istituzionali esteri sembrerebbero prediligere emittenti a basso livello di controllo, gli investitori domestici, sia istituzionali che *retail*, focalizzano maggiormente i propri investimenti in società a forte concentrazione azionaria. Confrontando infatti i dati relativi alle cinque società a maggior controllo, con le cinque il cui capitale è maggiormente diffuso sul mercato, gli investitori istituzionali esteri passano dal rappresentare il 35% del flottante nelle prime contro il 52% nelle seconde. All'opposto, gli investitori istituzionali italiani e il *retail* che pesano rispettivamente per il 35% e il 30% nelle società più controllate e per il 23% e il 25% nelle società a minor concentrazione.

Tale rilevazione ha importanti ripercussioni anche per quanto riguarda il comportamento assembleare delle tre categorie di azionisti di minoranza: da un lato gli investitori istituzionali esteri mirano ad investire in emittenti in cui possano esercitare un più elevato potere decisionale in sede assembleare, dall'altro gli investitori *retail*, il cui peso decisionale è storicamente ininfluenza, percepiscono maggiori garanzie di continuità della gestione in società fortemente controllate da un unico soggetto (o da più attraverso soggetti accordi quali i patti parasociali ed i patti di sindacato).

La medesima considerazione fatta per gli azionisti *retail* potrebbe valere anche per gli investitori istituzionali domestici, mutando la "percezione di maggior stabilità" in rapporti più diretti ed informali che possono intercorrere tra tali investitori ed i soggetti controllanti gli emittenti. In pratica, possiamo supporre che la predilezione da parte dei gestori italiani nei confronti di emittenti fortemente controllati da pochi soggetti possa corrispondere ad un più agevole "attivismo extra – assembleare" (*private engagement*) grazie ad un più immediato relazionarsi dei gestori stessi con i soggetti controllanti.

Una conferma alla differente concezione di "attivismo" riscontrata tra istituzioni estere e domestiche, per quanto concerne ovviamente gli emittenti italiani, viene dall'analisi della partecipazione assembleare dei due gruppi di azionisti: mentre gli istituzionali esteri fanno rilevare un'intensità di

partecipazione pari al 32,4%, ovvero votano mediamente quasi un terzo delle posizioni complessivamente detenute, tale intensità si riduce esattamente della metà per le istituzioni italiane, che votano mediamente il 16,2% delle azioni complessivamente possedute⁵⁸.

Nella seconda parte di questa sezione, si è analizzato maggiormente nel dettaglio il comportamento assembleare degli azionisti di minoranza, ed in particolare degli investitori istituzionali, data la scarsa rappresentatività che continua a rivestire l'azionariato *retail* nelle assemblee italiane. Come si è visto, gli azionisti di controllo detengono il 36% circa della capitalizzazione complessiva delle 32 società analizzate (il 39% se si considerano anche le azioni proprie). In un sistema dove la partecipazione complessiva alle adunanze assembleari si limita al 47,5% è chiaro che una concentrazione così elevata consente un limitatissimo potere agli azionisti di minoranza, che nella sostanza è esercitato quasi esclusivamente durante l'elezione delle cariche sociali e attraverso il meccanismo del "voto di lista".

Per dare un'idea ancora più forte della bassa partecipazione delle minoranze alle deliberazioni assembleari, basti pensare che in 30 società su 32 meno del 30% degli investitori istituzionali ha votato, mentre nelle restanti due il "quorum del flottante" si è attestato al 43% (Exor) ed al 33% (Intesa San Paolo).

La partecipazione assembleare delle minoranze si conferma però in leggero e costante aumento e, che con ogni probabilità, segnerà una forte accelerazione, anche grazie a mirati interventi legislativi atti ad eliminare alcuni importanti ostacoli procedurali (tra cui la previsione della *record date*, che porterà alla progressiva scomparsa dell'applicazione del cosiddetto *share blocking* da parte degli intermediari, e la previsione di anticipare la pubblicazione dell'informativa).

L'analisi parte dall'obiettivo di verificare l'adeguatezza degli emittenti italiani verso l'ipotesi di un assetto azionario sempre meno concentrato e caratterizzato da un ruolo più incisivo delle minoranze, sino al caso limite della *public company*. A tal fine, si è considerato come base di analisi il quorum assembleare rappresentato esclusivamente dagli investitori istituzionali di minoranza (12,3% della capitalizzazione di Borsa

⁵⁸ Si segnala inoltre il 2,9% di intensità di partecipazione del *retail*, a ulteriore conferma della scarsa partecipazione decisionale di tale categoria, il cui maggiore interesse è la garanzia di stabilità.

complessiva), con l'intento di individuare eventuali omogeneità nel loro comportamento assembleare ed eventuali criticità nelle materie proposte in votazione dal *management* o dagli azionisti di controllo.

Come si è visto, gli investitori istituzionali italiani si segnalano per un'intensità media di partecipazione decisamente modesta, se confrontata a quanto avviene tra gli investitori esteri, ma analizzando i singoli casi si nota come le poche istituzioni presenti apportino investimenti di rilievo, pesando per il 26% circa degli investitori istituzionali di minoranza presenti in assemblea. In pratica, i gestori italiani partecipano ad un numero molto limitato di adunanze, ma nei pochi momenti di "attivismo" (inteso nella semplice accezione di partecipazione alle delibere societarie) apportano una buona percentuale di capitale. Esempio in questo senso è il caso di Banca d'Italia, presente in 9 adunanze assembleari con azioni corrispondenti a circa 3 miliardi di euro⁵⁹, ovvero l'8,1% del totale apportato complessivamente dagli investitori istituzionali di minoranza nelle assemblee analizzate.

Il fattore determinante il successo in una *public company* italiana, attuale o potenziale, diventa quindi l'approvazione delle proposte di delibera da parte degli investitori istituzionali esteri, che rappresentano quasi i tre quarti del flottante complessivamente rappresentato nelle assemblee analizzate, di cui quasi la metà residente in Nord America. Entrando ancora di più nel dettaglio della composizione delle "minoranze assembleari", oltre il 60% di queste è rappresentato da Fondi Comuni (41,5%) e da Fondi Pensione (18,6%), spesso di dimensioni mondiali, che presentano portafogli di investimenti estremamente diversificati in una moltitudine di titoli e mercati.

Riassumendo, l'eventuale approvazione di una delibera assembleare da parte degli investitori istituzionali dipende dall'osservanza di quelle che sono considerate *best practices* di *governance* dai più importanti gestori di OICR e Fondi Pensione, preminentemente di derivazione anglosassone. Gestori che, data la mole di investimenti diversificati, affideranno per lo più le proprie valutazioni caso per caso ad istituti terzi specializzati nell'analisi della *corporate governance*, ed i cui comportamenti assembleari risulteranno di conseguenza sempre più standardizzati e focalizzati sui temi di più ampio respiro.

⁵⁹ Il valore delle azioni è considerato alle date delle rispettive assemblee.

L'indagine empirica evidenzia come ad un'ampia partecipazione alle votazioni corrisponda generalmente un consenso maggiormente diffuso: con riferimento all'approvazione del Bilancio d'esercizio si è notato come, nelle cinque assemblee con il "quorum delle minoranze" più elevato, i voti favorevoli raggiungano quasi il 98%, contro il 68% circa riscontrato nelle adunanze con un minor numero di investitori istituzionali, ben il 44% in più di consensi. La motivazione a tale correlazione può essere riscontrata nella disponibilità e qualità di informazioni pubbliche messe a disposizione dall'emittente stesso: nei casi in cui la relazione degli Amministratori alle proposte assembleari è pubblicata con venti e più giorni di anticipo, rispetto alla prima convocazione, la partecipazione delle minoranze si incrementa di quasi il 30% (e del 6% i favorevoli), e se poi tale relazione è pubblicata anche in inglese, il quorum aumenta ulteriormente di un quarto. Gli investitori istituzionali, in particolare esteri, tendono quindi a non votare in assenza di una documentazione puntuale e trasparente. D'altra parte, per tutta una serie di istituzioni, in particolare di cultura anglosassone, il voto assembleare rappresenta spesso un obbligo, un mezzo di difesa del valore dell'investimento effettuato nell'interesse dei propri clienti. Tali investitori tendono quindi a votare alle adunanze di pressoché tutte le società partecipate: in caso di difficoltà di reperimento di informazioni tale voto non può che essere negativo.

L'attenzione dei grandi gestori internazionali, ed in particolare dei *Proxy Advisors* di riferimento, si concentra però anche sul merito delle proposte assembleari, ed in particolare su due materie considerate di estrema importanza per la vita societaria e la difesa degli interessi degli azionisti di minoranza: le nomine delle cariche societarie ed i compensi degli Amministratori.

È proprio in occasione dei rinnovi delle cariche societarie (Consiglio d'Amministrazione, Collegio Sindacale e Consiglio di Sorveglianza nei casi di modello dualistico) che si esprime al massimo l'attivismo assembleare delle minoranze. Su 20 ordini del giorno che prevedevano la nomina di uno o più Consiglieri (11 casi più il Consiglio di Sorveglianza di Intesa San Paolo) e Sindaci (8), in sette casi gli investitori istituzionali si sono attivati attraverso la presentazione di liste di candidati (quattro per il rinnovo del CdA e tre per il Collegio Sindacale). In un caso (Parmalat) si è avuta anche una candidatura spontanea di un azionista privato a Sindaco, senza però ricevere alcun riscontro tra gli istituzionali.

A dispetto della generale scarsa partecipazione assembleare degli investitori istituzionali italiani, in ben cinque casi su sette le liste di minoranza sono state presentate da un insieme di Fondi coordinati da Assogestioni. Nei rimanenti due casi la lista è stata presentata da una fondazione bancaria (come nella società Atlantia) e dall'unica istituzione estera che si è attivata concretamente in sede assembleare nel 2010: First Eagle per il CdA di Italcementi.

Gli investitori istituzionali hanno quasi sempre favorito i candidati “delle minoranze” con larghe percentuali. In un solo caso *Proxy Advisors* e gestori hanno votato contro tutte liste, ma il “dissenso” in questo caso era legato ancora alla scarsità di informazioni disponibili: le liste di candidati erano state infatti pubblicate sul sito di Borsa Italiana solo undici giorni prima della convocazione assembleare, allorquando la grande maggioranza degli investitori istituzionali esteri aveva già trasmesso il proprio voto⁶⁰.

In quattro altre occasioni i voti contrari hanno prevalso tra gli investitori di minoranza. Tra questi, in due casi i “dissenzi” si limitavano ad un numero estremamente esiguo di istituzioni (uno solo nel caso di Geox), confermando la tesi per cui un'ampia partecipazione al voto tende ad incrementare anche i consensi.

Nei rimanenti due casi in cui i voti contrari hanno prevalso, le motivazioni espresse dai principali *Proxy Advisors* riguardavano, in entrambe le assemblee, l'assenza dei requisiti di indipendenza di un candidato.

La seconda materia che stimola particolarmente l'attenzione degli analisti internazionali, ed ovviamente dei gestori incaricati di tutelare l'interesse economico dei propri clienti, sono i compensi degli Amministratori (intesi sia come remunerazioni che *stock options* e piani di incentivazione).

⁶⁰ Fino alla stagione assembleare 2010 non era presente in Italia il meccanismo della *record date*, per cui la trasmissione del voto era condizionata dalle tempistiche interne degli intermediari, necessarie per la produzione della certificazione assembleare. Per cui la *deadline* per gli istituzionali era anticipata da 7 fino a 14 giorni precedenti la prima convocazione. Inoltre, valendo la norma per cui occorreva risultare azionisti almeno a due giorni antecedenti, era prassi comune di molti intermediari bloccare le azioni “votate” a partire dalla data di richiesta della certificazione fino al giorno dell'effettiva convocazione. Tali prassi rendeva quindi l'Italia un cosiddetto *share blocking country*, se non di diritto sicuramente di fatto.

In effetti, è proprio su tale materia che si concentrano i maggiori “dissensi” tra le minoranze, con in media oltre un terzo di voti negativi o astensioni per assemblea. Inoltre, in tutti i cinque casi in cui i contrari hanno prevalso all’interno delle minoranze assembleari, si è evidenziato un diffuso dissenso, che va da un minimo del 67% degli investitori istituzionali votanti, ad un massimo dell’86%. Tale ampiezza del dissenso farebbe in questo caso cadere la correlazione partecipazione – consensi, ma sarebbe da ritrovare in un più ampio principio di *governance* espresso con frequenza dai principali *Proxy Advisors*: la più completa trasparenza dei compensi in ogni loro forma. Spesso si è riscontrato, nelle proposte assembleari delle società analizzate, una *disclosure* incompleta su tale tema, con particolare riguardo all’illustrazione della scomposizione precisa tra componente fissa e variabile e soprattutto delle metodologie di calcolo di quest’ultima (fattore su cui si sono concentrate principalmente le raccomandazioni da parte dei *Proxy Advisors*).

Da quanto riscontrato nel corso della presente analisi, si potrebbe concludere che gli emittenti italiani siano ancora lontani dal tendere a vere *public companies*: percentuali di controllo ancora molto elevate, bassa partecipazione degli investitori di minoranza alle adunanze assembleari ed informativa sulle proposte di delibere a volte non del tutto trasparenti e trasmesse al mercato con tempistiche e modalità inadeguate.

Un’analisi maggiormente dettagliata dell’andamento delle singole assemblee fornisce però un quadro decisamente meno pessimistico: si è rilevata, infatti, una relazione positiva tra un elevato “quorum delle minoranze” e il consenso alle delibere sottoposte ad approvazione. Anche se i quorum registrati nel 2010 rimangono ben sotto quella che è la media europea, alcuni degli indicatori emersi ci indicano il percorso da intraprendere: favorire la più elevata partecipazione degli azionisti alla vita societaria significa non solo tutelare gli interessi di questi ultimi, ma anche agire nel più vasto interesse aziendale, attraverso la creazione di un ampio consenso intorno a scelte di gestione, che ovviamente risultino corrette e trasparenti. D’altra parte, le due vere *public companies* italiane ad elevata capitalizzazione, Parmalat e Prysmian, offrono ottimi esempi in tal senso, evidenziando “quorum delle minoranze” superiori al 25%, tra i più elevati nel corso del 2010, e livelli di consenso tra gli stessi investitori istituzionali di assoluto rilievo (soprattutto considerando anche la pressoché totale assenza di investitori istituzionali italiani, enumerabili in appena tre nelle due assemblee).

La situazione inoltre sembrerebbe destinata a mutare maggiormente già a partire dalla stagione assembleare successiva, che inizierà a marzo 2011. Il Decreto Legislativo 27 gennaio 2010 n. 27, che ha efficacia proprio a partire da quest'anno, ha apportato modifiche procedurali sostanziali nella partecipazione alle assemblee capaci di favorire una più elevata presenza di investitori istituzionali esteri (ed in misura proporzionalmente inferiore anche di azionisti individuali).

L'introduzione nel nostro sistema del meccanismo della *record date*, la previsione della pubblicazione dell'informativa anticipata rispetto al disposto precedente, soprattutto per quanto riguarda le nomine, l'introduzione della figura del rappresentante designato dell'emittente e le facilitazioni alla raccolta stessa delle deleghe, sono alcuni degli elementi fondamentali per poter allineare il mercato italiano a quelli più avanzati nell'implementazione delle *best practices* di *corporate governance*.

Un esempio di quanto si potrà vedere nelle prossime assemblee in effetti lo abbiamo già ottenuto grazie all'assemblea ordinaria e straordinaria di Prysmian, tenutasi il 24 gennaio 2011. Il quorum complessivo si è attestato sul 47% del Capitale, e dato che non sono presenti in esso azionisti definibili di controllo, tale percentuale è costituita interamente da investitori di minoranza: un vero record per le assemblee italiane. L'unico caso osservato in precedenza con "quorum delle minoranze" superiore al 40% era Exor, ma in quel caso il 78% del flottante era detenuto da un unico investitore, per cui si trattava di una percentuale poco rappresentativa.

Nel caso di Prysmian, del gennaio 2011, la partecipazione è decisamente diffusa: seppure manchino quasi del tutto istituzioni italiane (a parte due società finanziarie facenti capo al Gruppo Tamburi), ed il *retail* si fermi a sette azionisti presenti, ben 609 *beneficial owners* internazionali hanno votato, raddoppiando esattamente quanto rilevato nel corso dell'assemblea 2010. Guardando ai relativi gestori, poi, saltano subito all'occhio almeno 15 grandi istituzioni, in prevalenza *Hedge Funds*, che non erano mai state rilevate nelle assemblee italiane, segno evidente di un profondo cambiamento della "struttura assembleare" che si sta profilando.

A fronte di tale notevole partecipazione al voto assembleare, i consensi alla proposta di delibera, che riguardava la nomina di tre Consiglieri di Amministrazione (tema particolarmente sensibile agli investitori), hanno soverchiato i contrari ed astenuti che rappresentavano appena l'1,6% del capitale presente. Nel 2010, con un quorum costitutivo nettamente

inferiore⁶¹ e in presenza di una simile materia all'ordine del giorno, i consensi si erano fermati ad un ben più ridotto 75,8%.

L'esempio citato conferma come una modifica di carattere squisitamente tecnico-procedurale (come la *record date*) abbia potuto rivoluzionare, almeno dal punto di vista quantitativo, la partecipazione degli investitori di minoranza alla vita societaria. Il cammino è ancora lungo, soprattutto con riferimento ad altri mercati europei, ma quanto intrapreso sinora risponde pienamente alle primarie esigenze degli investitori, intesi sempre più come soci capaci di costruire valore piuttosto che meri "apportatori" di capitale.

Sergio Carbonara

Fabio Bianconi

⁶¹ Il quorum costitutivo raggiunto nel 2010 rappresentava circa il 26% del capitale.

PARTE II

LA DISCIPLINA DELLE STRATEGIE E POLITICHE DI VOTO PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI IN GRAN BRETAGNA, USA, FRANCIA E ITALIA: BREVE CONFRONTO

a cura di

Sabrina Bruno

Professore Associato di diritto commerciale

Università della Calabria - LUISS G. Carli

Il CERADI, Centro di ricerca per il diritto d'impresa, diretto dal Prof. Gustavo Visentini, è stato istituito il 12 marzo 1986 presso la LUISS (Libera Università Internazionale degli Studi Sociali Guido Carli) ed ha iniziato ad operare nel gennaio 1987. Il Centro ha per scopo lo studio e la ricerca nelle materie del diritto d'impresa. In particolare: promuove e assiste la ricerca di base nell'ambito dell'Università; esegue su richiesta di altri enti ed organismi ricerche d'interesse generale; organizza corsi di lezione, seminari, convegni ed altre attività connesse che abbiano carattere promozionale delle ricerche; diffonde i risultati degli studi e delle ricerche mediante apposite relazioni.

1. Introduzione: attivismo e *Corporate Governance*

Sabrina Bruno (*Università della Calabria – LUISS Guido Carli*)

L'attivismo dei soci è giudicato il fenomeno di *governance* più importante della prossima era; esso corrisponde ad un aumento della presenza degli investitori istituzionali negli assetti proprietari delle società quotate, sia in Europa che in USA, negli ultimi anni⁶². Attualmente l'attivismo è più frequente in USA che in Europa e, tra i paesi europei, in Gran Bretagna rispetto al continente⁶³. Vari studi nella letteratura internazionale considerano l'iniziativa assembleare dei soci ed il voto quale utile strumento di *corporate governance* e reputano i soci proponenti validi *monitors* degli amministratori-*agents* perché le società bersaglio dell'attivismo vengono selezionate accuratamente e risultano essere quelle che tendono a mostrare un basso rendimento, un alto livello di indebitamento oppure problemi di *governance*. I casi di iniziativa assembleare verificatisi nella prassi mostrano che gli azionisti intendono il potere di *voice* quale strumento per esprimere il proprio dissenso e per "disciplinare" il *management*; inoltre esistono anche dati secondo cui quando una proposta presentata dai soci è votata in assemblea e non viene approvata, oppure quando una proposta è respinta dal consiglio di amministrazione e non arriva neanche in assemblea, il prezzo delle azioni di quella società sul mercato scende. Ciò vuol dire che il mercato interpreta la mancata adozione di una proposta presentata dai soci come un segnale negativo e di preoccupazione per quanto riguarda l'assetto della *governance*; peraltro il prezzo delle azioni scende maggiormente laddove le proposte riguardino le società con basso rendimento⁶⁴.

⁶² Cfr. BRUNO S. – RUGGIERO E., in BRUNO – RUGGIERO (eds.), *Public companies and the role of shareholders: national models towards global integration*, Kluwer International, 2011, p. 3 s.

⁶³ cfr. CZIRAKI P. - RENNEBOOG L. – SZILAGYI P.G., *Shareholder activism through proxy proposals: the European perspective*, in <http://ssrn.com>.

⁶⁴ Con riferimento all'Europa cfr. CZIRAKI P. - RENNEBOOG L. – SZILAGYI P.G., cit., p. 2 s. (è il primo studio ad analizzare il mercato europeo). Cfr. inoltre: BEBCHUK L.A., *The case for increasing shareholder power*, in (2005) *Harvard Law Review* 118, 835-914; HARRIS M. – RAVIV A., *Control of corporate decisions: shareholders vs. management*. Unpublished working paper (2008) 620, Center for Research in Security Prices, Chicago,

Negli ordinamenti menzionati perciò l'attivismo assembleare da parte degli investitori istituzionali è più ricorrente che nel nostro paese. Ne sono conferma anche i risultati di questa ricerca: la Parte I evidenzia come in Italia gli unici esempi di attivismo riscontrabile nelle nostre assemblee continuano ad essere (come già lo scorso anno⁶⁵) ascrivibili ai soggetti stranieri e, tra questi, a quelli appartenenti ad un numero molto limitato di Paesi, e cioè appunto Francia, USA e Gran Bretagna. Anzi si è registrato nel 2010 un'ulteriore flessione rispetto all'anno precedente nella partecipazione assembleare degli investitori istituzionali italiani ed un aumento da parte degli investitori istituzionali esteri⁶⁶. Spesso lo scarso attivismo è da attribuirsi a motivi tecnici, come messo in luce nella Parte I di questa ricerca (ad es. mancata pubblicazione della relazione degli amministratori in lingua inglese o ritardata consegna della relazione), ma questi casi impedirebbero semmai agli azionisti *stranieri* di intervenire in assemblea non invece, come avviene in Italia, agli investitori istituzionali *italiani*, bloccati nel loro intervento evidentemente da altre ragioni.

Certo l'attivismo degli investitori istituzionali appartenenti ai paesi menzionati sicuramente rispecchia il peso economico dei relativi mercati finanziari nonché aspetti culturali propri di quei paesi; tuttavia si vuole verificare in questo capitolo se l'attivismo di tali soggetti derivi anche dalla

IL; RENNEBOOG L. - SZILAGYI P.G., *Shareholder activism through the proxy process*. Unpublished Working Paper (2009), Tilburg University. Altri Autori tuttavia argomentano, con riferimento agli Stati Uniti, che le proposte dei soci non producono alcun beneficio in termini di controllo sull'operato degli *agents* data la natura non vincolante delle delibere eventualmente adottate a seguito di loro iniziativa (in diritto statunitense le proposte di delibera presentare dai soci in base alla Rule 14a-8 sono infatti *precatory resolutions*, cioè non vincolanti): GILLAN S. – STARKS L.T., *Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors*, in (2000) *Journal of Financial Economics* 57, 275-305; PREVOST A.K. – RAO R.P., *Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?*, in (2000) *Journal of Business* 73, 177-204. Altri Autori infine reputano che le proposte dei soci producono l'unico effetto di spezzare inutilmente l'autorità del *board* oppure di perseguire proprie motivazioni economico-politiche che niente hanno a che vedere con l'interesse della società nel suo complesso: ANABTAWI I., *Some skepticism about increasing shareholder power*, in (2006) *UCLA Law Review* 53, 561-600; BAINBRIDGE S.M., *Director primacy and shareholder disempowerment*, in (2006) *Harvard Law Review* 119, 1735-1758.

⁶⁵ Cfr. GEORGESON – LUISS CERADI, *FTSE MIB Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Roma, 2010, Parte I e mie Conclusioni a p. 78 s.

⁶⁶ Cfr. Parag. 2.1.3, 2.1.4 e 3.4 *supra*.

disciplina prevista in materia di politiche di voto degli investitori istituzionali in Gran Bretagna, Stati Uniti e Francia.

2. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Gran Bretagna: le nuove parole d'ordine, *stewardship* ed *engagement*

Gli investitori istituzionali nelle società quotate della Gran Bretagna controllano l'80% circa delle azioni con diritto di voto (calcolando sia la percentuale di azioni da essi sottoscritte che quella su cui sono chiamati comunque ad esprimere il voto)⁶⁷.

Il comportamento passivo degli investitori istituzionali nelle società partecipate in buona sostanza è motivato dal c.d. *collective action problem* che si verifica ogni qualvolta, essendo numerosi i soggetti interessati all'iniziativa nella società partecipata, nessuno di essi è per primo attivo perché i costi (sopportati solo da uno) sarebbero superiori ai benefici (condivisi da tutti); questo problema riguarda il comportamento degli investitori istituzionali in tutto il mondo, non solo in Gran Bretagna. Perciò gli investitori istituzionali avrebbero un potere di *voice* rilevante se fossero cumulativamente considerati; viceversa questo potere è scarso se i soggetti sono considerati separatamente. Peraltro, bisogna sottolineare, l'alternativa dell'*exit* non è affatto prospettabile se non teoricamente nel caso degli investitori istituzionali perché il disinvestimento può provocare sbilanciamenti nei portafogli investiti e, in ogni caso, essere controproducente⁶⁸. In passato si è assistito ad un acceso dibattito in Gran Bretagna circa l'opportunità di obbligare gli investitori istituzionali a pubblicizzare il modo in cui avessero esercitato il loro diritto di voto in assemblea e, a favore di un tale obbligo, si sosteneva che il potere economico detenuto dagli investitori istituzionali implicasse l'assunzione di obblighi nei confronti dei beneficiari della prestazione resa i quali hanno un interesse che deve essere protetto, non solo attraverso l'attività di investimento, ma anche attraverso l'esercizio del voto in quanto votare

⁶⁷ Cfr. BRUNO S. – RUGGIERO E., cit., p. 5.

⁶⁸ Cfr. PRENTICE D.D., in BRUNO – RUGGIERO (eds.), cit., p. 223 s.

produce un aumento del valore delle azioni⁶⁹. In quest’ottica il Companies Act, riformato nel 2006, ha introdotto la previsione dell’emanazione di regolamenti il cui oggetto fosse la disciplina dell’obbligo degli investitori istituzionali di pubblicare le informazioni relative all’esercizio dei diritti di voto⁷⁰. Al momento il governo non ha ancora emanato tali regolamenti e forse non ce ne sarà neanche bisogno dato che la materia del voto da parte degli investitori istituzionali è stata disciplinata in via di autoregolamentazione.

Già nel 1991 l’ *Institutional Shareholders’ Committee* (c.d. “ISC”), Commissione costituita da associazioni di categoria degli investitori istituzionali (l’ *Association of British Insurers*, l’ *Association of Investment Trust Companies*, la *National Association of Pension Funds* e l’ *Investment Management Association*), aveva emanato le prime disposizioni in materia di politiche di voto assunte e seguite da parte dei loro membri. Queste disposizioni sono state ampliate nel 2009 e raccolte in un Codice, il *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, la cui efficacia non è vincolante ma che si applica secondo l’oramai nota regola del “*comply or explain*”: cioè gli investitori istituzionali che non desiderano attenersi alle disposizioni devono dichiararlo pubblicamente e spiegarne le ragioni; mentre gli investitori istituzionali che invece vogliono adempiere alla disciplina devono spiegare in una dichiarazione come intendono adempiervi in pratica⁷¹. Gli investitori istituzionali che applicano il Codice sono elencati nel sito web dell’ISC; possono aderirvi anche i fondi sovrani. Il Codice prevede disposizioni in materia di: *Principle 1*) trasparenza delle politiche di intervento nella società partecipata; *Principle 2*) gestione dei conflitti di interesse (dei clienti o beneficiari da un lato, la cui posizione deve essere protetta anche attraverso l’intervento ed il voto, e società appartenenti allo stesso gruppo degli investitori istituzionali oppure altri clienti, dall’altro, che potrebbero subire conseguenze dall’esercizio del voto o da altre forme di intervento); *Principle 3*) supervisione della società partecipata; *Principle 4*) previsione di chiare direttive sui casi in cui intervenire (es. strategia, rendimento, *governance* della società, rischi derivanti da questioni relative

⁶⁹ Ibidem, p. 227 il quale cita: Company Law reform: disclosure of shareholder voting (PLC, Vol. XVII, June 2006).

⁷⁰ Cfr. CA 2006, ss. 1277–1280.

⁷¹ Cfr. INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS’ COMMITTEE, *Code on the Responsibilities of Institutional Investors*, 2009, Introduction & Scope, in <http://www.institutionalshareholderscommittee.org.uk>.

all'ambiente o alla comunità) e sulle modalità e tipologie di incremento delle attività nelle società partecipate al fine di proteggere e aumentare lo *shareholder value* (contemplando un crescendo di attività che vanno dall'azione "dietro le quinte" alla coalizione con altri investitori istituzionali per presentare in assemblea dichiarazioni, proposte di delibera o chiedere la convocazione di un'assemblea anche straordinaria al fine di revocare i membri del consiglio di amministrazione); *Principle 5*) volontà di agire collettivamente con altri investitori istituzionali ogniqualvolta ciò sia appropriato; *Principle 6*) adozione di una chiara politica di voto e trasparenza circa l'esercizio del voto (secondo queste linee guida: voto su tutte le azioni detenute, nessun automatismo a favore delle proposte presentate dal consiglio di amministrazione); *Principle 7*) rendiconto periodico alla clientela circa l'intervento nelle società partecipate ed i voti esercitati⁷². Da questi Principi si evince che l'attivismo (incluso il voto) sono finalizzati ad un incremento dello *shareholder value*: questo è il convincimento condiviso da parte degli attori del mercato finanziario.

I principi stabiliti nel *Code on the Responsibilities of Institutional Investors* hanno acquistato un valore ancora maggiore da quando, nel luglio 2010, sono stati integralmente recepiti nel c.d. *UK Stewardship Code* emanato dal *Financial Reporting Council* (l'autorità indipendente della Gran Bretagna cui è affidata la regolamentazione per promuovere *corporate governance* di alta qualità e trasparenza delle società quotate). Questo nuovo Codice è stato emanato al fine di migliorare la qualità dell'impegno e dell'intervento di tutti gli investitori istituzionali, compresi i fondi comuni di investimento, nelle società partecipate in vista del raggiungimento di risultati di lungo periodo a vantaggio degli azionisti e dell'esercizio efficiente delle responsabilità relative alla *governance* della società⁷³. L'impegno ("*engagement*") consiste nel perseguimento di un dialogo proficuo su strategia, rendimento, gestione del rischio, così come su tutte le materie che sono oggetto di voto in assemblea. Anche questo Codice non ha efficacia vincolante ma si basa sulla regola del "*comply or explain*" ed è richiesto agli investitori istituzionali di pubblicare sul loro sito web la descrizione dei Principi a cui hanno aderito e di come vi hanno aderito e la spiegazione di quali disposizioni del Codice non sono state adempiute. Al contempo la stessa autorità, il *Financial Reporting Council*, provvederà a

⁷² Ibidem.

⁷³ Cfr. THE FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship Code*, Preface.

pubblicare sul suo sito web una lista degli investitori che hanno dichiarato di attenersi o meno al Codice e a controllare con regolarità lo stato di applicazione del Codice⁷⁴.

Possiamo perciò dire che nel 2010 due nuove parole d'ordine si sono definitivamente imposte sul mercato finanziario britannico con riferimento al comportamento degli investitori istituzionali nelle assemblee delle società partecipate, appunto *stewardship* e *engagement* finalizzati al bilanciamento del potere del management ed al miglioramento della *corporate governance*.

Il fondamento di questa concezione del ruolo degli investitori istituzionali nella *corporate governance* delle società quotate è da rinvenirsi invero già nel codice di condotta del London Stock Exchange, e cioè il c.d. *Code of Corporate Governance* il quale (peraltro anche nell'edizione del 2008⁷⁵) dedica una Sezione al dialogo del consiglio di amministrazione con gli azionisti, basato sul reciproco intendimento degli obiettivi; nella Sezione E si sottolinea l'importanza dell'assemblea quale luogo di cui il c.d.a. deve servirsi per comunicare con gli investitori e rispetto alla quale deve incoraggiare la partecipazione⁷⁶.

⁷⁴ Ibidem.

⁷⁵ Nel 2008 era *The Combined Code on Corporate Governance*.

⁷⁶ Cfr. THE FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Corporate Governance Code*, June 2010, Section E.

3. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti le prime forme di attivismo degli azionisti (in generale apatici data la dispersione del capitale, tipica della *public company* americana sin dalle prime decadi del 1900) risalgono al 1930 dopo la prima grande crisi finanziaria; ma a quel tempo erano pochi gli azionisti attivi e poco seguiti dagli altri. Una nuova ondata ci fu nel 1960 legata ad istanze di natura più che altro ideologica, mentre solo nel 1980 iniziò l'attivismo degli investitori istituzionali; da quel momento la loro influenza sugli affari delle società quotate cominciò a crescere fino a quando, nel primo decennio del 2000, dopo gli scandali Enron e Worldcom, gli attivisti hanno conquistato risorse, conoscenze nonché supporto pubblico e politico per avanzare proposte di cambiamento della *governance*⁷⁷.

Ultimamente il peso degli investitori istituzionali è cresciuto anche perché è aumentata la loro presenza negli assetti proprietari delle società quotate americane. Si consideri che al momento gli investitori istituzionali raggiungono circa il 61% di azioni nel capitale delle società americane⁷⁸. Tra essi, in particolare, i fondi comuni di investimento possiedono circa il 18% del capitale (a fronte del 7.4% che possedevano invece nel 1992) per cui anche questi ultimi sono diventati azionisti di una certa rilevanza e perciò sono giudicati in grado di giocare un ruolo vitale nella supervisione dell'amministrazione delle società in cui investono⁷⁹. Per questa ragione già nel 2003, la SEC ha modificato il *Securities Act* del 1933, il *Securities Exchange Act* del 1934 e l'*Investment Company Act* del 1940 (leggi ora raccolte nel *Code of Federal Regulations*) al fine di richiedere alle società di gestione dei fondi comuni di investimento di dare pubblicità sull'esercizio

⁷⁷ Cfr. EISENHOFER J. - BARRY M., *The History of Shareholder Activism*, in *Shareholder Activism Handbook*, Aspen Publishers, 2010, § 3.01 s.

⁷⁸ Cfr. PINTO A., in BRUNO – RUGGIERO (eds.), cit., p. 21, nota 44: il dato è sorprendente se si considera che nel 1950 i piccoli investitori (c.d. *retail*) detenevano il 91% del capitale delle società quotate, mentre nel 2000 la percentuale degli investitori istituzionali raggiungeva il 51.4%.

⁷⁹ Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922; File No. S7-36-02, 2003, p. 6564.

del voto relativo alle azioni facenti parte del patrimonio gestito. La pubblicità riguarda sia, in generale, le politiche di voto e le procedure usate per determinare come votare nelle varie circostanze (inclusa la gestione di eventuali conflitti di interesse tra partecipanti al fondo, gestore e azionisti), che, in particolare, la comunicazione annuale (non più tardi del 31 agosto per la stagione assembleare conclusasi il 30 giugno precedente) alla SEC e agli altri azionisti (sul sito web, nonché nelle relazioni semestrali oppure nella relazione annuale) di come si è votato nelle varie assemblee della società partecipata⁸⁰. Il convincimento è che la trasparenza sulle politiche di voto consentirà ai partecipanti dei fondi di monitorare quale sia la partecipazione nel governo societario delle società in cui si è investito nella consapevolezza, anche in questo caso così come nell'ordinamento britannico, che una maggiore partecipazione possa comportare un impatto considerevole sullo *shareholder value*⁸¹. Nei fondi comuni di investimento è il consiglio di amministrazione della società di gestione cui per legge è attribuito il potere di decidere su come votare; di fatto però questo potere è delegato al soggetto che gestisce l'intero portafoglio e quindi anche l'esercizio del voto e cioè il c.d. *investment adviser*, legato alla società di gestione dall'obbligo fiduciario di agire con la massima diligenza e la piena e completa trasparenza. Perciò anche nell'esercizio del voto si applica quest'obbligo nell'interesse del fondo e dei suoi partecipanti⁸². La trasparenza sulle politiche di voto e sul voto esercitato potrà portare alla luce i possibili conflitti di interesse che minano il perseguimento dell'interesse dei partecipanti del fondo; in definitiva una maggiore partecipazione nelle società in cui si investe può essere di beneficio sia dei partecipanti che degli altri azionisti⁸³. L'obbligo di pubblicare le politiche di voto da perseguire nelle assemblee delle società quotate è stabilito anche nei confronti dei

⁸⁰ La comunicazione annuale sul voto esercitato (Report of Proxy Voting Record) è disciplinata nel § 270.30b1-4, 17 Code of Federal Regulations, e nello Schema, Form N-PX. Secondo questo Schema, per ogni materia all'ordine del giorno delle assemblee delle società partecipate, la società di gestione deve pubblicare, tra le altre, le seguenti informazioni: nome dell'emittente; nome del fondo; data dell'assemblea; materia all'ordine del giorno; se la materia è stata presentata da un azionista o dall'emittente; se il fondo ha votato; come ha votato; se il voto esercitato è stato favorevole o non favorevole agli amministratori esecutivi.

⁸¹ Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, cit., p. 6565.

⁸² Ibidem.

⁸³ Ibidem, p. 6566.

gestori e degli *investment advisers* nel § 275.206(4)-6 ss., 17 Code of Federal Regulations⁸⁴.

4. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Francia

Anche in Francia la presenza degli investitori istituzionali è ultimamente cresciuta notevolmente raggiungendo la media di circa l'89% del capitale sociale. Tra gli investitori istituzionali il 40% di capitale sociale è detenuto da investitori stranieri, il 28% da altre società e il 20% dai fondi comuni di investimento⁸⁵.

Fino al 2003 gli investitori istituzionali non hanno mostrato alcun segnale di attivismo delegando questo compito alle associazioni di azionisti da sempre molto presenti nella vita societaria francese⁸⁶. Nel 2003 fu introdotto per legge l'obbligo per le società di gestione dei fondi comuni di investimento di "esercitare il diritto di voto nell'esclusivo interesse dei partecipanti" e di spiegare eventualmente le ragioni del mancato esercizio del voto; la stessa disposizione ha anche introdotto l'obbligo di pubblicare le politiche e le pratiche di voto seguite⁸⁷. In adempimento di questa disposizione, nel 2005, l'*Autorité des marchés financiers* ha previsto l'obbligo di pubblicare un documento sulle politiche di voto che deve specificare: l'organizzazione interna attraverso cui viene esercitato il diritto di voto; i casi in cui il diritto di voto deve essere esercitato; i principi che guidano il contenuto del voto a seconda delle materie all'ordine del giorno; le procedure previste al fine di gestire le situazioni di conflitti di interesse; le modalità concrete di esercizio del voto⁸⁸. Inoltre lo stesso Regolamento ha specificato che, entro quattro mesi dalla chiusura di ciascun esercizio, le

⁸⁴ Ne è un esempio, a cura di Riskmetrics Group, il Document 2010 US Proxy Voting Guidelines Summary.

⁸⁵ Cfr. COURET A., in BRUNO – RUGGIERO (eds.), cit., p. 103 s.

⁸⁶ Cfr. GIRARD C. – GATES S., The Professionalization of Shareholder Activism in France, in <http://conferenceboard.org>, p. 2.

⁸⁷ Cfr. Loi n° 2003-706 1er août 2003 De sécurité financière, in Code Monétaire et Financier, Libro V, Titolo III, Cap. III Articolo L.533.22.

⁸⁸ Cfr. Art.322-75 Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, 2005.

società di gestione devono pubblicare sul loro sito web (o con altre modalità specificate) un rapporto in cui sono indicate: il numero delle assemblee in cui si è votato; gli eventuali casi in cui non sono state seguite le politiche di voto dichiarate; le situazioni di conflitto di interesse riscontrate nell'esercizio del voto⁸⁹. Anche in ragione di questi interventi legislativi si è registrato dal 2005 al 2009 un aumento consistente della partecipazione nelle assemblee delle società quotate che ha raggiunto il 53% per le società dell'indice SBF 120 e oltre il 68% per le società appartenenti all'indice SBF 250⁹⁰. Si consideri infine che, a seguito del recepimento della Direttiva n. 2007/36/CE in materia di Diritti degli azionisti recepita in Francia con il Decreto n. 2010-684 del 23 giugno 2010, i risultati delle votazioni effettuate in assemblea da tutti i soci devono essere pubblicati sul sito web della società emittente⁹¹.

⁸⁹ Cfr. Art. 322-76 *ibidem*.

⁹⁰ Cfr. COURET A., in BRUNO – RUGGIERO (eds.), *cit.*, p. 111 e Figure 3.3.

⁹¹ *Ibidem*, p. 112.

5. La disciplina delle politiche di voto degli investitori istituzionali in Italia

La disciplina italiana per quanto riguarda l'esercizio del voto da parte delle società di gestione dei fondi comuni di investimento consiste nella previsione di cui all'art. 40 del d.lgs. n. 58/1998 secondo cui la SGR "provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti, salvo diversa disposizione di legge" (comma 2). La norma non è stata interpretata nel senso di imporre un obbligo di esercitare il diritto di voto bensì nel senso che il voto, ove esercitato, debba essere ispirato dall'intento di perseguire l'interesse dei partecipanti e non quello dei soci della SGR: è inteso perciò che la SGR debba innanzitutto valutare, alla luce dell'interesse dei partecipanti, se sia conveniente esercitare i diritti di intervento e di voto in assemblea⁹². In esecuzione della disposizione menzionata, l'art. 32 del Regolamento congiunto Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 prevede che le SGR e le SICAV "adottano, applicano e mantengano una strategia efficace e adeguata per l'esercizio dei diritti di intervento e di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti, al fine di assicurare che tali diritti siano esercitati nell'esclusivo interesse dei partecipanti agli OICR". La strategia adottata deve definire le procedure da seguire e le misure da adottare al fine di: monitorare gli eventi societari connessi agli strumenti finanziari e valutare le modalità ed i tempi per l'*eventuale* esercizio dei diritti di intervento e di voto sulla base di un'analisi costi-benefici che consideri anche gli obiettivi e la politica di investimento dell'OICR. Infine le SGR e le SICAV rendono disponibile ai partecipanti una descrizione, eventualmente sintetica, della strategia adottata (art. 32 Regolamento Banca d'Italia – Consob cit.). Come è stato sottolineato la disposizione regolamentare presuppone dunque che l'esercizio del diritto di intervento e voto sia appunto *eventuale* laddove, almeno letteralmente, la disposizione del Testo Unico della Finanza prevede che la SGR "provvede....all'esercizio dei diritti di voto" tanto che si è dubitato se la

⁹² Cfr. STELLA RICHTER JR. M., L'esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti, in GABRIELLI – LENER, *Trattato dei contratti – I contratti del mercato finanziario*, II ed., t. 1, Torino, 2011, p. 791, 800 s., ove riff.

disposizione regolamentare sia conforme alla norma di legge⁹³. Quanto alla strategia adottata la previsione è generica e non si spinge fino all'obbligo di enunciare vere e proprie politiche di voto⁹⁴. Da questo punto di vista il contrasto con gli altri ordinamenti è netto. Quanto all'informativa ai partecipanti circa la strategia, la possibilità che la descrizione possa essere sintetica, secondo l'art. 32 comma 3 del Regolamento citato, non soddisfa i requisiti di piena trasparenza emersi negli altri ordinamenti e altrove maggiormente tutelati.

Tuttavia il quadro normativo si completa con la disciplina autoregolamentare introdotta dall'Assogestioni nel *Protocollo di Autonomia per la Gestione dei Conflitti di Interesse* (febbraio 2011) che, pur non avendo efficacia vincolante, è soggetta alla regola del “*comply or explain*”: sarà il consiglio direttivo dell'Associazione a stabilire le forme di pubblicità dell'adozione di queste norme. A proposito dell'esercizio del diritto di voto, l'art. 9.3 prevede che: la Società di gestione esercita i diritti di voto nell'esclusivo interesse dei partecipanti; spetta all'”organo di supervisione strategica” della SGR adottare la strategia per l'esercizio del diritto di voto di cui all'art. 32 del Regolamento Banca d'Italia – Consob coerentemente con le *Linee Guida dell'Associazione* in tema di “Strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari degli OICR gestiti”; la SGR non esercita il voto per le azioni emesse da società direttamente o indirettamente controllanti, non delega il voto a società del gruppo o a esponenti di queste, formalizza e conserva apposita documentazione da cui risulti il processo decisionale seguito e le ragioni delle decisioni adottate, dà trasparenza al voto espresso e al comportamento tenuto, nella forma stabilita dall'organo di supervisione strategica (relazione al rendiconto o apposito documento disponibile sul sito web o presso la sede della società); i consiglieri indipendenti verificano la corretta applicazione dei principi e delle procedure seguite⁹⁵. Delle *Linee Guida dell'Associazione* in tema di “Strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari degli OICR gestiti” esiste, per quanto mi consti, una versione non definitiva del 2008 in cui si specifica che: la finalità della strategia è quella di mirare ad assicurare che i diritti di intervento e voto siano esercitati nell'esclusivo

⁹³ Ibidem, p. 802, 803.

⁹⁴ Ibidem., p. 804. L'A. individua quale dovrebbe essere il corretto contenuto della strategia (ibidem, p. 804 s.)

⁹⁵ Assogestioni, Art. 9.3, Protocollo di Autonomia per la Gestione dei Conflitti di Interesse, febbraio 2011, in <http://www.assogestioni.it>.

interesse dei partecipanti; la strategia consiste nell'individuare le procedure e le misure adottate per monitorare gli eventi societari e valutare le modalità e i tempi per l'eventuale esercizio dei diritti di intervento e voto sulla base di un'analisi costi-benefici nonché definire le modalità di monitoraggio anche ricorrendo ad ausili esterni; la definizione dei criteri per valutare se esercitare o meno i diritti di intervento e voto possono tenere conto di elementi di tipo quantitativo (es. soglia di capitale detenuta) o qualitativo (es. argomenti all'ordine del giorno, indicando esplicitamente quali) o una combinazione dei due elementi; deve essere enunciato il procedimento per addivenire alla decisione di voto motivando la scelta così come la modalità di esercizio del voto (es. partecipazione diretta, delega nel qual caso è necessario conferire istruzioni etc.); è necessaria un'informativa ai partecipanti inserita su un supporto duraturo oppure sul sito Internet; infine è prevista la trasparenza circa il voto espresso ed i comportamenti tenuti nella forma previamente stabilita.

Pertanto, visto che le *Linee Guida dell'Assogestioni* menzionate non sono state ancora definitivamente emanate, mancano al momento nel nostro ordinamento, seppure in via di autoregolamentazione, sia una definizione dettagliata della strategia che, soprattutto, indicazioni circa le politiche di voto da seguire e seguite da parte degli investitori istituzionali italiani da comunicare ai partecipanti dei fondi comuni di investimento e al mercato. Siamo perciò indietro rispetto agli altri ordinamenti analizzati. Viene pertanto da domandarsi se non sia questa una delle cause dell'assenteismo assembleare da parte degli investitori istituzionali italiani.

6. CONCLUSIONI

Dal confronto tra gli ordinamenti menzionati emerge che l'Italia è in ritardo, non essendo ancora state definite delle dettagliate Linee Guida in materia di politiche di voto neanche in via di autoregolamentazione.

E' da sottolineare che già nel *Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions* pubblicato dalla Commissione Europea nel 2010 si lanciò la questione dell'opportunità di prevedere per legge l'obbligo per gli investitori istituzionali, incluse le società di gestione dei fondi comuni di investimento, di pubblicare le politiche di voto perseguite ed un'informativa sui voti esercitati⁹⁶. Alla questione la maggior parte dei soggetti intervenuti hanno risposto affermativamente: la pubblicità migliora la consapevolezza degli investitori, ottimizza le decisioni di investimento da parte del beneficiario finale del voto, facilita il dialogo tra emittenti e azionisti e incoraggia l'impegno degli azionisti. Perciò la Commissione Europea nel successivo *Green Paper* del 2011, appena pubblicato, ha dichiarato che considererà l'emanazione di una disciplina comunitaria in materia di trasparenza delle politiche di voto e del voto esercitato nelle assemblee, nel rispetto della parità di trattamento tra azionisti, intervenendo tra l'altro sulla materia del conflitto di interessi che è considerato uno dei principali ostacoli all'attivismo da parte degli investitori istituzionali, specie i fondi comuni di investimento, e sulla cooperazione tra azionisti anche per quanto riguarda la disciplina dell'azione di concerto che può ostacolare tale cooperazione al fine dell'esercizio del voto⁹⁷.

In definitiva non è difficile prevedere che il legislatore comunitario, sulla scia delle disposizioni introdotte in via di autoregolamentazione in qualche ordinamento, si muoverà nel senso di imporre la trasparenza circa le politiche di voto da perseguire e la documentazione del contenuto del voto esercitato. La finalità della disciplina è quella di incoraggiare la massima partecipazione nelle assemblee (attraverso l'intervento ed il voto) da parte degli investitori istituzionali, inclusi i fondi comuni di investimento. A ciò si

⁹⁶ European Commission, *Green Paper on Corporate Governance in Financial Institutions and Remuneration Policies*, Brussels, 2.6.2010 COM (2010) 284, par. 3.5, 5.5.

⁹⁷ European Commission, *Green Paper on The EU Corporate Governance Framework*, Brussels, 6.4.2011 COM (2011) 164, par. 2.

aggiunga che la trasparenza sul voto è amplificata dalla disposizione già introdotta dalla Direttiva n. 2007/36/CE in materia di Diritti degli azionisti secondo cui “ non oltre quindici giorni dopo l’assemblea, la società pubblica sul suo sito Internet i risultati della votazione” (art. 14 c. 2). Questa responsabilizzazione del comportamento, in particolare, degli investitori istituzionali che corrisponde ad un aumento della loro presenza negli assetti proprietari delle società quotate in tutto il mondo come visto, è fondamentale per un miglioramento della *corporate governance* perché servirà a bilanciare i poteri del socio di controllo nei sistemi finanziari di tipo *insider* (come l’Italia) ed i poteri degli amministratori esecutivi nei sistemi finanziari di tipo *outsider* (come gli USA).

PARTE III

REFORMING SHARE-VOTING SYSTEMS: THE CASE OF ITALY*

by

B. Espen Eckbo (Lindenauer Center for Corporate Governance, Tuck School of Business)

Giulia Paone (Lindenauer Center for Corporate Governance, Tuck School of Business)

© Eckbo-Paone 2011

Founded in 1999 by Professor B. Espen Eckbo (www.tuch.dartmouth.edu/eckbo), the Lindenauer Center for Corporate Governance at the Tuck School of Business (Dartmouth College, New Hampshire, USA) conducts research aimed at understanding how factors such as contract law, capital market institutions, and ownership structures affect the design of an efficient governance system for the modern corporation. Current research projects include governance issues associated with corporate restructuring and the resolution of financial distress, the corporate takeover mechanism, managerial compensation policies, and efficient voting systems. The center sponsors visiting scholars, seminars, and conferences for academics and practitioners. For further details, visit www.tuck.dartmouth.edu/ccg

*B. Espen Eckbo is the Tuck Centennial Professor of Finance and Founding Director, Lindenauer Center for Corporate Governance, Tuck School of Business at Dartmouth College, Hanover, New Hampshire 03755, USA (www.tuck.dartmouth.edu/eckbo and www.tuck.dartmouth.edu/ccg). Giulia Paone is Research Associate, Lindenauer Center for Corporate Governance.

1. Introduction

1.1 Fundamentals of Share-Voting

Beneficial owners of common shares in a limited liability company – “shareholders” or “stockholders” – have only minimal contractual rights. For example, unlike owners of debt contracts, stockholders cannot put the company in bankruptcy, nor can they require company disbursements (such as dividends). Shareholders who are unhappy with the current management of the company have basically two options: sell (“the Wall Street Walk”) or exercise voting rights in order to elect directors better able to protect shareholder interests. The first option requires a deep and liquid stock market and is becoming increasingly impractical for large institutional owners such as hedge funds, pension funds, and sovereign wealth funds.

Unfortunately, the second option – voting – is fraught with obstacles and costly impediments. First and foremost, it requires shareholders to be sufficiently informed about company management policies to pass an independent judgment on management and director quality. Arriving at an independent opinion requires committing time and resources which quickly becomes prohibitive for smaller shareholders. Thus, *small shareholders rationally do not exercise their votes*.

Furthermore, even many large shareholders have historically elected not to vote – or simply to passively cast their votes in favor of management. This passive approach to voting reflects a number of reasons, ranging from outright regulatory roadblocks on voting facing certain institutional owners, to the classical “free rider” problem: while the cost of voting is borne by the voting shareholder only, the benefits are shared also with shareholders who do not vote, encouraging some shareholders to free-ride on the voting effort of others.

When large blocks of votes passively favor management, the corporate governance system suffers. Poor governance accentuates the potential for costly conflicts of interest between shareholders and their agents (managers and directors), and between large and small shareholders. Such conflicts result in various forms of shareholder wealth expropriation. Firms pay up front for market concerns with wealth expropriation through a higher cost of equity capital, which in turn stifles economic activity. The risk of

expropriation generally depends on a country's legal and political system with the associated constraints on various forms of self-dealing.

While all countries find it optimal to allow some form of self-dealing within the law, systems vary greatly in terms of (1) how such “garden variety” conflicted transactions are flagged and approved up front, (2) which parties are entitled to receive information, and (3) the opportunities for and costs of reversing the transactions through legal action after they occur. Since resorting to the court system is expensive, a more cost-effective approach to minimize the costs of garden-variety self-dealing is often to strengthen the shareholder vote. With this in mind, institutional investors are increasingly exercising their option to vote in stock markets around the world.

1.2 Tuck's Share-Voting Research Project

Exercising voting rights involves costly and often complex and arcane country-specific rules and regulations, which in of itself deters a substantial fraction of shareholders from voting. The Lindenauer Center for Corporate Governance at the Tuck School of Business, Dartmouth College (USA), is therefore undertaking a comprehensive research project on share-voting.⁹⁸

The project is in collaboration with Norges Bank Investment Management (NBIM). NBIM is the manager of Norway's \$500 billion+ sovereign wealth fund which holds more than 8,000 stocks in more than 40 stock markets around the world.

The research project, which is entitled “Efficiency of share-voting systems”, examines the potential for increased harmonization of cross-border share-voting systems and proxy voting in major Member States of the European Union (EU) as well as in the U.S. The main objective is to identify problem areas and provide recommendations for systemic improvements.

A key part of the research involves examining voting impediments inherent in share-registration systems and voting chains for publicly traded companies. The research therefore discusses recent EU regulatory attempts to make the voting process both more efficient and conforming to the 2007

⁹⁸ See http://mba.tuck.dartmouth.edu/ccg/Research/Research_New.html for details.

EU Shareholder Rights Directive (Directive 2007/36/EC - SRD), and how various countries have adapted to this directive.

The project publishes its results on an ongoing basis through individual country reports, beginning with one for Italy. Below, we summarize some of the findings and recommendations of that report.⁹⁹

2. Voting Impediments in Italy before the Implementation of the EU SRD

During the 2010 proxy season, there existed a number of impediments to cross-border voting at the general meeting (GM) of Italian listed companies:

Complex voting chain: Foreign shareholders normally hold shares and exercise voting rights through a costly chain of financial intermediaries.

Share blocking: Share blocking means preventing shareholders who wish to participate and vote at the GM from selling their shares prior to the meeting. While few Italian listed companies themselves include a share-blocking requirement in their bylaws, shares are often blocked at the custodian level.

Voting in absentia: Voting in absentia (that is, without being present at the GM either in person or by proxy) by mail or by electronic means is permitted under Italian law. However, few companies offer shareholders this opportunity.¹⁰⁰

Pre-GM information dissemination: Companies were required to publish certain GM-related information (e.g., financial statements, directors' reports, auditors' reports) at least 15 days prior to the GM. For cross-border voters, who may be facing a complex voting-chain, fifteen days is short to prepare an informed vote. This is especially true given the typical 8-10

⁹⁹ Eckbo, B. Espen, Paone, Giulia and Urheim, Runa, 2011, "Efficiency of Share-Voting Systems: Report on Italy", Tuck School of Business Working Paper No. 2009-64; ECGI - Law Working Paper No. 174/2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1431733>

¹⁰⁰ In 2008, only two of twelve large Italian listed firms which we examined permitted shareholders to vote by mail, and none allowed voting via telecommunication. Also, shareholders casting their vote by mail do not receive confirmation by the company that the votes have been received, accepted, and counted.

working day deadline for the shareholder to pass voting instructions on to custodians and proxy voting agencies.

Adding items to the GM agenda: The deadline for adding new items to the GM agenda is prohibitively short: five days after publication of the GM notice.

Voting by proxy: There are restrictions on who may be appointed as a proxy and the number of shareholders a single proxyholder may represent. Also, the company demands to receive notification of the proxy appointment in writing (not electronically).

Lack of audit trail: Shareholders have no right to receive a confirmation by the company (directly or through the chain of intermediaries) of how many votes have been received, accepted, and counted. This lack of audit trail is common across markets.

3. Implementation of the EU SRD in Italy

EU Member States were required to implement Directive 2007/36/EC on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies (known as the Shareholder Rights Directive - SRD) by 3 August 2009.¹⁰¹ The main purpose of the SRD is to set minimum standards for the protection of shareholder rights in general and for cross-border voting in particular.¹⁰² The SRD expressly does not prevent Member States from implementing higher standards to facilitate the exercise of shareholders' rights.

On March 20, 2010, Legislative Decree No. 27/2010 (LD 27/2010), which transposes the SRD into Italian law, took effect. The Decree introduces significant amendments to relevant rules of the Italian Civil Code and Legislative Decree No. 58 of February 24, 1998 (Consolidated Law on Financial Intermediation - CLFI). The new provisions mainly apply to

¹⁰¹ Directive 2007/36/EC, 2007 O.J. (L 184/17), Directive of the European Parliament and of the Council on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies, July 11, 2007.

¹⁰² SRD, Recital 4.

Italian companies whose shares are listed on a regulated market in Italy or any other EU Member State (hereafter, Italian listed companies).¹⁰³

The Decree mandates the Italian Securities Market Regulator (Consob) to issue implementing rules. Following extensive market consultation, in December 2010, Consob approved amendments to the Consob Regulation N. 11971 of 1999 (Regulation on Issuers) and, in agreement with the Bank of Italy, amendments to the “Rules Governing Central Depositories, Settlement Services, Guarantee Systems and Related Management Companies” (joint Regulation issued by the Bank of Italy and Consob).

Many of the key changes introduced by LD 27/2010 and implementing rules (the reform) are consistent with our recommendations given during the second public consultation regarding the implementation of the SRD launched by the Italian Ministry of the Economy and Finance (Department of Treasury) in July 2009.

Below, we address a few of the changes introduced by LD 27/2010.

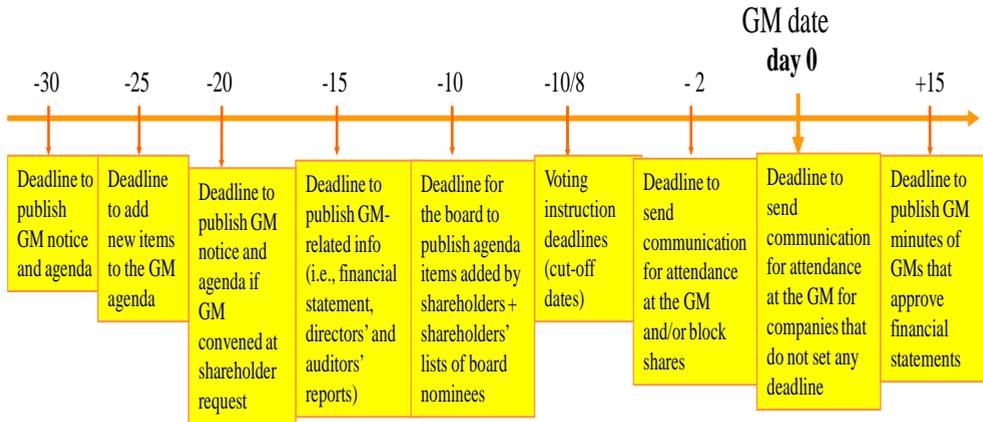
4. Strengthened Shareholder Rights and a New Voting Timeline

The reform considerably changed the voting timeline for shareholders of Italian listed companies. In Figure 1 we compare the voting timeline pre- and post-LD 27/2010 (and implementing rules). Shareholders of Italian listed companies have now more time to access and evaluate relevant pre-GM information, exercise important rights before the GM, and make more informed voting decisions.

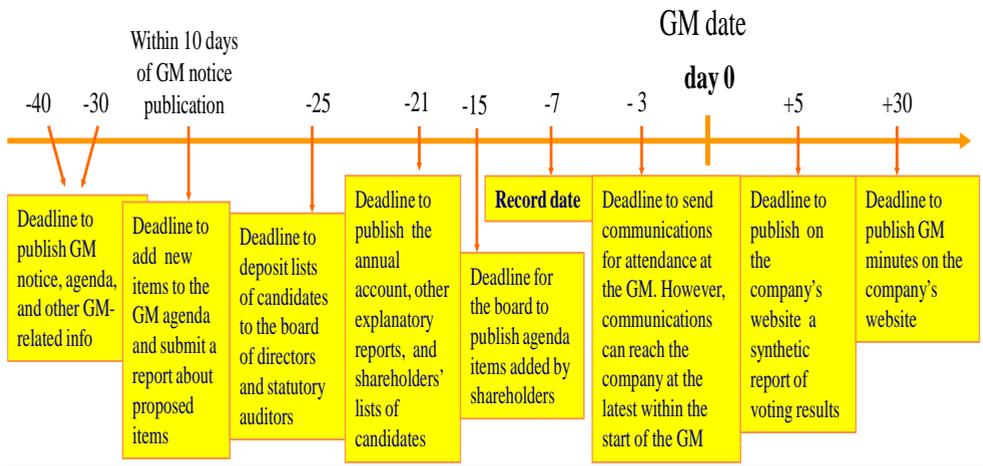
¹⁰³ The new provisions apply to the general meetings of Italian listed companies called after October 31, 2010.

Figure 1 – The Italian voting timeline

Pre - LD 27/2010



Post - LD 27/2010



Concerning the convocation of GMs, LD 27/2010 confirms the 30-day term for the publication of the notice convening the GM (both ordinary and

extraordinary GM) of Italian listed companies.¹⁰⁴ The same 30-day term is now established for the publication of the notice convening meetings called at the shareholders' request.

The 20-day term to publish the GM notice in the case of the company's liquidation or in the case of reduction of the share capital below one-third or below the legal minimum due to losses, is brought to 21-days before the meeting date. Moreover, a longer term of 40 days is established for the publication of the notice convening a GM called to elect members of the board of directors and board of statutory auditors.

As to shareholder rights to request a GM, even though the SRD does not regulate such right and no change in the company law of EU Member States was therefore required, during the implementation process, the Italian legislature reduced from 10% to 5% the threshold of share capital required for shareholders to ask the board of directors or the management board to call a general meeting. The company's articles of association may establish a lower percentage.¹⁰⁵

This is a very important change, as calling a GM is a fundamental shareholder right. A high threshold for calling a GM is costly as it curbs shareholder incentives to actively monitor the firm. On the other hand, a low threshold increases the risk of "too many" meeting calls, which is also costly. A 5% threshold represents a reasonable compromise. It is also important to note that other EU Members States (such as the UK) have lowered a previous 10% threshold to 5% during the implementation of the SRD.¹⁰⁶

¹⁰⁴ The 15-day term to publish a GM notice convening the GM of Italian listed companies with shares involved in a takeover bid is also confirmed.

¹⁰⁵ Article 2367 of the Civil Code as amended by Legislative Decree No. 27 of January 22, 2010.

¹⁰⁶ UK: Section 303 of the Companies Act 2006 as amended by the Companies (Shareholders Rights) Regulations 2009 (Regulation 4) which came into force on August 3, 2009. Two of the countries that allow shareholders representing at least 5% of the share capital to request a GM are Denmark (Section 89 of the new Danish Companies Act (Act No 470 of June 12, 2009) establishes that shareholders holding a total of 5% of the share capital may submit a written request for an extraordinary general meeting) and Germany (under the German Stock Corporation Act (Aktiengesetz, Section 122(1)) a shareholders' meeting shall be called if shareholders, whose holding in aggregate equals or exceeds one-twentieth (5%) of the share capital (or a lower threshold established by the articles of

All the relevant pre-GM information (such as, the documents to be submitted to the GM – including the directors’ explanatory report on each item on the agenda – the form to be used to vote by proxy and, where allowed by the company’s bylaws, the form to vote by correspondence) must be published together with the notice convening the GM. The annual account and other explanatory reports are published by the company at least 21 days before the GM. GM-related information is accessible (in Italian and normally also in English) from the company’s website.

At least 25 days prior to the GM, shareholders wishing to do so must deposit lists of candidates for the election of the board of directors and statutory auditors. The company is now required to publish such lists on the company’s website at least 21 days prior to the GM (before the reform shareholders had only 10 days before the meeting to evaluate shareholders’ nominees).¹⁰⁷

Shareholders have been given more time to exercise the right to add new items to the GM agenda. Shareholders representing (separately or jointly) at least 2.5% of the share capital of a listed company can exercise the right to add new items to the GM agenda within 10 days after the publication of the GM notice. Within the same deadline, shareholders must also submit a report about the proposed agenda items to be discussed at the GM.

Companies must publish the added new items on the company’s website at least 15 days before the GM. This right has been further strengthened by LD 27/2010 through important amendments to the provisions governing proxy solicitations (that is, the seeking of proxies among more than 200 shareholders).

In order to encourage the solicitation of proxies, the new rules simplify some of the existing provisions. For example, who decides to promote a solicitation of proxies (promoter) in order to gain support for a specific proposal on the GM agenda, is now required to address the solicitation to

association), demand such meeting in writing, stating the purpose and the reasons of such meeting; the demand shall be addressed to the management board.)

¹⁰⁷ For an analysis of the Italian proxy access rules for the election of directors and statutory auditors, see Massimo Menchini, “The Italian Proxy Access Rules for the Election of the Board of Directors or Board of Statutory Auditors” in Georgeson, 2011, “FTSE MIB: The Evolution of Ownership Structure and Activism of Minority Shareholders at General Meetings in Italy - Report on Proxy Season 2010”.

more than 200 shareholders (but not all of them as required in the past). Moreover, the promoter is not required anymore to own a certain percentage of the company's share capital and can conduct the proxy solicitation directly without the need to appoint a specialized company (intermediary) to do so.

Shareholders have now an unfettered right to ask questions related to items on the GM agenda before and during the GM. Companies are required to answer shareholders' questions at the latest during the GM (unless answers are already provided in the "Question and Answer" section of the company's website).

As for the criteria for participation and voting at the GM, the reform completely outlawed share-blocking requirements for shareholders of Italian listed companies and introduced a '7-day' record date system.¹⁰⁸ Only shares settled by the close of business on the 7th day of open market (trading days) prior to the GM in first or single call, grant shareholders the right to participate and vote at the GM of Italian companies listed on a regulated market in Italy or any other EU Member State.

Given Italy's T+3 system for the settlement cycle, shareholders must effectively have bought shares (or recalled them from loan) at least 3 trading days before the record date. Shareholders must have the right to sell or transfer shares between the record date and the GM, which eliminates share blocking. Any transaction (credited or debited to the shareholder account) that takes place after the record date but before the GM is not relevant to determine the shareholder entitlement to participate in and vote at the GM.

The entitlement to participate and vote at the GM is based on the communication ("*comunicazione*") sent to the issuer from the intermediary in conformity with its accounting records and under request by shareholders. The owners of the financial instruments entered into the central depository are entitled to request a communication.

The request to issue a communication must be made to the 'last intermediary', that is, the intermediary whose clients are entities who do not operate as intermediaries (i.e., final shareholders) or nonresident entities. It is important to notice that shareholders are allowed to make a

¹⁰⁸ A 'record date' for voting can be defined as the date on which a shareholder must own shares in order to be allowed to exercise the right to participate in and vote at the general meeting. In other words, voting entitlements are set on the record date.

communication request with reference to all the GMs of one or more companies. Such general request can always be modified.

The last intermediary cannot set the deadline for the submission of a communication request before the end of the second trading day following the record date. Communications must reach the company within the end of the 3rd trading day before the GM in first call (or within the different term established jointly by the Consob and Bank of Italy).¹⁰⁹ However, shareholders keep the right to participate and vote at the GM provided that the communication reaches the company before the start of the meeting.

Exploiting the use of available technology, the legislature also reviewed the system for the request and issuance of communications. Intermediaries must allow shareholders to request communications through at least one means of remote communication. Upon request by shareholders and by the same means of communication, the last intermediary must acknowledge the receipt of the shareholder's request and/or issue a copy of the communication sent to the company. Communications are sent to the company by the intermediary participating in the central depository in conformity with its accounting records and, especially in a cross-border voting scenario, according to the notifications received by the other intermediaries in the custody chain (on whose accounts the relevant financial instruments referred to in the communications are recorded).

The reform also abolished the share-blocking requirement to exercise other rights besides voting (such as, the shareholders' right to inspect the shareholder book, to add new items to the GM agenda, to ask questions related to items on the GM agenda before the GM, to present lists of candidates for the election of the board of directors and statutory auditors).¹¹⁰ The entitlement is based on the electronic communications (not physical certificate anymore) issued by the intermediary in conformity with its accounting records. Even in these cases, shareholders must be allowed to

¹⁰⁹ That is, in due time for the exercise of the relevant right by the shareholder.

¹¹⁰ A communication sent to the issuer from the intermediary in conformity with its accounting records also entitles shareholders to exercise the right of withdrawal. However, in this case, once received the application from a shareholder, the intermediary must make the corresponding financial instruments unavailable (that is, block the financial instruments).

request communications to intermediaries through at least one means of remote communication.¹¹¹

Within 5 days of the GM, companies must publish on their website a synthetic report of voting results including the number of shares represented at the GM, the number of shares for which votes have been validly cast, the percentage of share capital represented by those shares, the number of votes cast in favor of and against each resolution and the number of abstentions. The complete GM minutes must be published on the company's website within 30 days of the GM.

5. Towards 'Straight Through Processing'

While it is too early to judge the effect of the reform on shareholder voting (particularly cross-border) in the GMs of Italian listed companies, there is no question that changes introduced by LD 27/2010 and its implementing rules have improved the voting process and made voting Italian shares easier and less costly. Indeed, some of the voting obstacles that we outlined in Section 2 above have now been eliminated.

There is empirical evidence that the 2010 proxy season continued the trend of limited participation by minority shareholders in the GM of listed companies. However, the first GM held by an Italian listed company (Prysmian) within the new regulatory framework in January 2011 registered a record participation by institutional investors in Italian GMs (47% of the share capital).¹¹²

The SRD is obviously an important step forward towards removing obstacles to cross-border voting rights in Europe. However, it is important to note that the SRD only sets *minimum* standards for the protection of shareholder rights. Member States are permitted to impose further requirements on listed companies in order to facilitate shareholder rights exercise. In fact, the transposition of the SRD represents a unique

¹¹¹ The new provisions regulating the system for the request and release of communications needed to exercise the above mentioned shareholder rights, are not yet in force and will come into force on the 180th day of their publication (on January 7, 2011) in the Official Gazette of the Italian Republic.

¹¹² See Georgeson, 2011, "FTSE MIB: The Evolution of Ownership Structure and Activism of Minority Shareholders at General Meetings in Italy - Report on Proxy Season 2010".

opportunity for EU Member States to make voting at the GM of their listed companies a low-cost and effective ‘straight through process’.

By straight through processing we mean a process in which voting is automated from start to finish – likely the most efficient voting system, especially for cross-border voting. Two important benefits of straight through processing are:

- Use of relatively low-cost direct electronic voting platforms offered by individual companies rather than by middlemen.
- A vote audit trail and end-to-end confirmation of votes.

Unfortunately, the Italian legislature, as the legislature of many other EU Member States, decided not to require listed companies to establish in their bylaws a shareholder right to participate in and vote at the GM by electronic means. However, companies are free to establish such right in their articles of association, and they should be encouraged to do so.

In this regard, note that, even before the implementation of the SRD, under Article 2370 of the Italian Civil Code, the company’s articles of association could allow shareholder participation in the GM through electronic means (telecommunication). So, Italian companies are free to implement direct electronic voting at the GM if they so wish.

To our knowledge, very few, if any, companies have taken advantage of this opportunity. It does not seem that live transmission of the meeting is common either: only a few companies so far organized video-conferences. In these cases the meeting could be followed on the Internet but shareholders were not allowed to participate or vote via video-conference.

The Italian Ministry of the Economy and Finance (Department of Treasury) held a second round public consultation regarding the implementation of the SRD in July 2009. In that round, we recommended the Italian legislature to establish a provision requiring listed companies to offer their shareholders any or all of the forms of participation in the GM by electronic means provided for in Article 8 (paragraph 1) of the SRD, such as:

- (a) Real time transmission of the GM.
- (b) Real time two-way communication allowing shareholders to address the GM from a remote location.

(c) A mechanism for casting vote either before or during the GM without the need to appoint a proxy-holder who is physically present at the GM.

Under option (a), shareholders may follow the meeting from a remote location but cannot take active part. Option (b) allows shareholders to actively participate in the GM (i.e., speak, ask questions, and vote) from a remote location (for example via video-conference or conference call). Option (c) provides shareholders with the right to vote in absentia by electronic means either in advance or during the GM (that is, taking part in the ballot in real-time).

One can only hope that Italian listed companies, in adapting to the new regulatory framework, will allow shareholders to attend, actively participate in, and vote (before and during the GM) by electronic means. If the Italian legislature decides not to further address this issue, the Corporate Governance Committee should consider including *ad hoc* rules in the Italian Corporate Governance Code.¹¹³

¹¹³ Under the Corporate Governance Code (Criterion 11.C.3.) the Board of Directors is already required to use its best efforts for reducing restrictions on the opportunity of shareholders to participate in the shareholders meeting and exercise their voting rights. In our opinion, in the next revision of the Code, the Corporate Governance Committee should elaborate on this criterion and require companies (especially companies with a broad foreign ownership) to offer shareholders a way to follow the GM from a remote location and cast their votes in absentia by electronic means.

6. Reducing Voting-Chain Complexity

The SRD does not solve issues related to the complexity of the share-voting chain and the identification/authentication of shareholders in Europe's intermediated share-holding systems.¹¹⁴ The costs of cross-border voting are mainly due to the length of the voting chain in a cross-border context.

In fact, shareholders (especially cross-border) typically hold shares through a long chain of financial intermediaries (custody chain) and exercise their rights through this chain. The participants in the custody chain are also part of the voting chain and normally have a very important role in routing information downstream (i.e., pre-GM information such as GM notice and agenda, proof of ownership, and proxy authority) and upstream (voting instructions) along the chain that separates companies and shareholders. So, shareholders' voting rights today are cast through the custody chain and the longer is the custody chain, the longer is the voting chain and more complex and costly is the entire voting process.¹¹⁵

The length and complexity of the custody chain is dictated by the type of security-holding system chosen by each country. Therefore, in order to judge the efficiency of a specific share-voting system one needs to study the country's share-holding/registration system.¹¹⁶

In order to vote shares at the GM, receive dividends and other company disbursements, or to sell the shares, stockholders must show proof of shareownership. Proof may be generated via the information recorded by the

¹¹⁴ See also Zetzsche, Dirk A., 2008, "Shareholder Passivity, Cross-Border Voting and the Shareholder Rights Directive", *Journal of Corporate Law Studies* 8, 289-336.

¹¹⁵ The European Commission is currently preparing a draft *Directive on legal certainty of securities holding and transactions (Securities Law Directive – SLD)*. Among other issues, the Directive will address the legal framework governing the exercise of investors' rights flowing from securities through a "chain" of intermediaries, in particular in cross-border situations.

¹¹⁶ In our Italian report (*supra* note 99), we explain technical aspects of the country's shareholding system, including the role of the Central Securities Depository (CSD) and other securities intermediaries in the custody chain and rules for proper authentication of registered shareholders casting votes at the GM. The shareholding system sets the parameters for—and is therefore intrinsically linked to—the voting system discussed in the report.

financial intermediary (broker or custodian bank) originally used to execute the share trade. However, modern financial markets, where literally millions of investors and their companies require proof on a regular basis, have developed more sophisticated shareownership registration systems which economize on information collection costs.

A basic component of modern registration systems is a “Central Securities Depository” (CSD).¹¹⁷ The CSD is typically a regulated, privately owned company— normally a user-owned market infrastructure provider — and it may offer clearing and settlement services in addition to acting as a share registry. By opening an account at the local CSD, the account information may be used as proof of ownership. Moreover, in preparation for, say, company disbursements and voting at GMs, companies may obtain shareholder lists electronically and at a lower cost than were they to generate this information on their own.

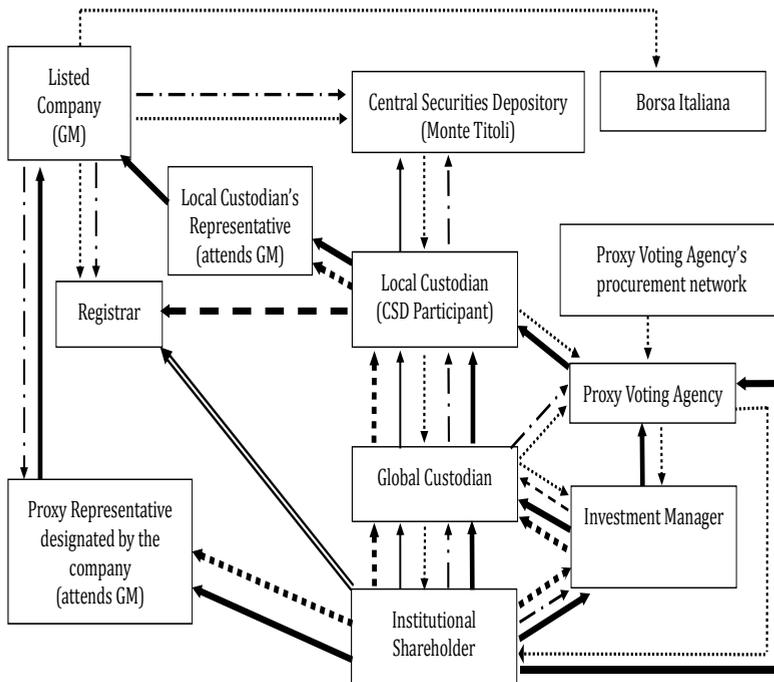
While all modern economies allow financial intermediaries to open CSD accounts, not all permit other shareholders to directly open such accounts. We label systems which allow shareholders and their nominees to directly hold CSD accounts as “direct account” or “centralized” registration systems. When shareholder accounts are *not* permitted, thereby forcing shareholders to register information indirectly via their financial intermediaries, we label the system as “indirect account” or “decentralized” registration system.

With these definitions, Italy is a decentralized registration system. Figure 2 provides a stylized example of a voting chain through which large foreign institutional shareholders normally pass in order to exercise voting rights at the GM of Italian listed companies.

¹¹⁷ All European countries have a CSD (see <http://www.ecsda.eu/site/members.html>).

Figure 2
Typical voting chain for a foreign institutional shareholder

This Figure describes a typical voting chain for a foreign institutional shareholder who wants to exercise voting rights at the general meeting (GM) of Italian listed companies.



- | | | | |
|-------|--------------------------------|---------|---|
| —— | 'Custody agreement' | | 'Proxy authority' |
| - · - | 'Chain of appointment' | ==== | 'Voting instructions' |
| | 'Voting material (GM notice)' | ==== | 'Mail votes and electronic votes' (if allowed by the company's bylaws) |
| - - - | 'Communication for attendance' | - - - - | 'Account in the name of the shareholder' |

The foreign shareholder appoints a global custodian who does not open an account with the local CSD (Monte Titoli) but instead uses a network of local custodians (Italian custodian banks).

Part of the assets of the foreign institution is managed by an investment manager who is given the authority to exercise voting rights for these assets. Big institutional shareholders normally appoint one or more investment managers that manage part of the shareholders' assets. In cases where the assets are managed directly by the shareholder, the shareholder personally makes voting decision and casts votes. The black thin solid arrows in Figure 2 highlight the custody chain for indirectly held shares.¹¹⁸

Rules implementing the SRD in Italy did not materially reduce the complexity of the Italian share-holding/registration system (and the length of the custody chain). During the implementation of the SRD, as required by the "*Legge comunitaria*" ("Community Law") for the year 2008 (Law No. 88 of July 7, 2009), the Italian legislature reorganized the provisions regarding the central depository system for dematerialized securities and concentrated them in the Consolidated Law on Financial Intermediation (CLFI). However, the basic characteristics of the Italian shareownership registration system remain unchanged.

A positive change is a provision introduced by LD 27/2010 that allows Italian listed companies, if so provided in their articles of association, to request intermediaries, via the CSD, to disclose the identity of their underlying clients (shareholders) who do not expressly object to such disclosure. Intermediaries must disclose also the number of shares held by each non-objecting shareholder.

Companies bear the cost of such identification procedure and can make the request to intermediaries at any time. When the articles of association allow the company to activate the identification procedure, the company must activate the procedure also when so requested by shareholders representing half of the percentage of share capital established by the Consob to present lists of board nominees. The company's articles of association establish criteria to distribute the costs of the identification

¹¹⁸ Our report, "Efficiency of share-voting systems: Report on Italy" (*supra* note 99), details the voting chain described in Figure 2 focusing in particular on the different flows of GM-related information, proofs of ownership, and voting instructions.

between the company and shareholders requesting the company to activate the identification process.¹¹⁹ The information collected must be made available to the other shareholders at no cost for them and used to update the shareholder book.

Changes introduced by LD 27/2010 also simplify proxy voting in Italy. For example, LD 27/2010 eliminates restrictions on who may be appointed as a proxy and on the number of shareholders a single proxy-holder may represent. Shareholders of Italian listed companies are now allowed to notify the appointment of a proxy-holder to the company by electronic means. Companies are required to indicate in their articles of association at least one method for shareholders to notify the proxy appointment electronically. Shareholders are also allowed to appoint proxies electronically. Further *ad hoc* provisions regulating this issue remains to be issued by the Italian Ministry of Justice.

Another positive change is the introduction of a shareholder right to vote through a proxy representative designated by the company. That is, unless the articles of association state otherwise, listed companies designate for each GM a person to whom shareholders may (at no cost) grant their proxy by the end of the second trading day preceding the GM to be held in first or single call.

The proxy must contain voting instructions for some or all the resolutions on the GM agenda and is valid only for the resolutions for which the shareholder has given instructions. Within the same deadline, proxy and voting instructions can always be revoked. The amended Consob Regulation on Issuers establishes the content of the proxy form that shareholders must sign and send by mail to the proxy representative designated by the company.

The standard proxy form created by Consob addresses situations where new circumstances occur or are revealed after a shareholder has cast her vote by proxy. The shareholder has the option to confirm, revoke, modify her voting instructions, or authorize the proxy designated by the company to vote in a manner other than that originally indicated. The same option is

¹¹⁹ However, when shareholders exercise this right within 6 months of the end of the fiscal year and anyway before the annual ordinary GM and no other identification procedure has been activated in the same period, the company bears the entire cost of the identification process.

provided to shareholders in the event of amendments or additions to the proposed resolutions submitted to the shareholder meeting.¹²⁰ This provision should encourage shareholder participation in the GM of Italian listed companies.

The long chain of financial intermediaries raises a challenge in terms of allowing shareholders to receive important GM-related information in a timely manner. Moreover, the fact remains that shareholders must instruct their intermediaries to provide companies with the required proof of ownership in order to exercise voting rights (and any other right attached to the shares).

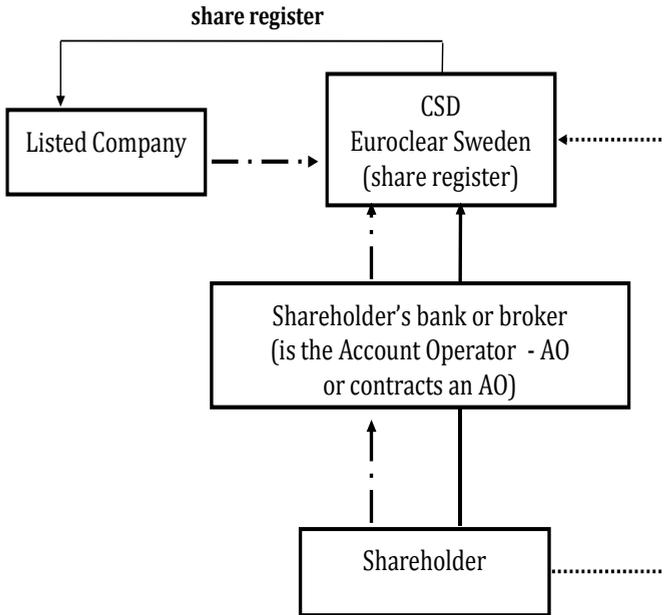
As defined above, a centralized registration system eliminates these voting impediments. An example of a centralized registration system is Sweden: shareholders of Swedish listed companies are allowed to open a direct account with the local CSD (Euroclear Sweden).¹²¹

Figure 3 provides a stylized summary of the custody chain in Sweden. Shareholders of Swedish listed companies may register shareholdings in an ‘owner account’ (or direct account) with Euroclear Sweden. The shareholder appoints an account operator (normally the shareholder’s bank or broker) authorized to open an account in the CSD system. Note that, even if the investor is required to pass through an intermediary (bank or broker) to open the owner account, the account is opened in the investor’s name. As a result, the investor’s name is automatically registered in the share register of the company kept by Euroclear Sweden. The CSD is required to provide the company with a correct share register.

¹²⁰ Shareholders cannot authorize the proxy designated by the company to vote in a manner other than that indicated if the proxy (or any of her replacements) has declared any conflict of interest (as regulated under Article 135-decies of the CLFI). Under Recital 9 of the SRD, Member States are not prevented “from adopting rules aimed at ensuring that the results of the voting reflect the intentions of the shareholders in all circumstances, including rules aimed at addressing situations where new circumstances occur or are revealed after a shareholder has cast his vote by correspondence or by electronic means.”

¹²¹ Eckbo, B. Espen, Paone, Giulia and Urheim, Runa, 2011, “Efficiency of Share-Voting Systems: Report on Sweden”, Tuck School of Business Working Paper No. 2010-79; ECGI - Law Working Paper No. 173/2011. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1651582>

Figure 3
Custody chain for shareholders with an owner/direct account in Euroclear Sweden



- 'Custody agreement'
- - - 'Chain of appointment'
- 'Account holder/Name on the share register'

A centralized registration system has several benefits in terms of reducing voting impediments:

- Because the CSD keeps the official shareholder book, it is in a position to provide companies with instant access to updated

information on the company's shareholder base. This eliminates the need for more costly shareholder identification systems.

- Shareholders are able to exercise voting rights directly, without the need for any intermediation: (i) shareholders who hold shares in direct accounts with the local CSD do not need to identify themselves, (ii) intermediaries are not required to provide companies with proof of share ownership, and (iii) companies do not need to set a record date (or any other re-registration requirement).¹²²

- By providing ready (low-cost) access to the identity of the firm's shareholder base, a centralized registration system promotes a direct relationship between companies and shareholders. Companies can contact their shareholders directly and can also call GMs with a short notice to get shareholders' opinion/approval in the case of urgent businesses.

- A centralized system promotes cooperation among shareholders and it reduces the cost of proxy solicitation by shareholders. Because shareholders have direct access to an updated shareholder book, there is no need to activate expensive shareholder identification procedures or ask companies to do so.

In sum, a key element of an efficient straight-through processing system is a centralized share registry (the Central Security Depository or CSD). While virtually all modern capital markets operate through a CSD today, the role of the CSD in the voting-chain appears underutilized and may be further enhanced to take full advantage of its cost-efficiency. In our opinion, Italy and other EU Member States with decentralized registration systems will benefit from moving to a centralized system where the local CSD keeps the official shareholders' book.

¹²² Note that this also eliminates 'empty voting' at the GM. As indicated earlier, in a record date system, if you sell the shares after the record date but before the GM, you keep the GM participation and voting right although you no longer have the funds vested in the stock ("empty voting"). The further the record date is from the GM date, the higher the potential for empty voting at the GM.

PARTE IV

THE ITALIAN PROXY ACCESS RULES FOR THE ELECTION OF THE BOARD OF DIRECTORS OR BOARD OF STATUTORY AUDITORS

a cura di

Massimo Menchini

Head of Institutional Relations and *Corporate governance*, Assogestioni

Assogestioni is the Italian Association of fund and asset managers. Assogestioni's membership covers all Italian asset managers and the majority of foreign managers operating in Italy. The association, born out of the initiative of 17 asset managers in 1984, has now 290 members and including fund and portfolio managers, pension funds, banks and insurance companies with substantial holdings in European and Italian markets, serving nearly 7 million investors.

TIME-LINE

1994 - Introduction of slate voting and nominations of directors by minority shareholders

Italian authorities declare the slate voting mechanism compulsory for the election of the board of directors and the board of statutory auditors of listed companies controlled by the Government. Furthermore, at least 1/5 of the members of both boards shall be elected from a slate presented by one or more minority shareholders not connected in any way, even indirectly, with the controlling shareholders (that have elected the majority of the boards).

1998 - Slate voting becomes mandatory for the election of the board of statutory auditors of all listed companies.

Italian authorities extend the range of application of part of the slate voting provisions: the slate voting mechanism becomes compulsory for the election of the board of statutory auditors of all listed companies. Furthermore, one member of the auditors shall be elected from a slate presented by minority shareholders.

2005 - Slate voting becomes mandatory for the election of the board of directors of all listed companies.

The slate voting mechanism becomes compulsory for the election of both the board of directors and the board of statutory auditors of all the listed companies. Moreover, at least one member of both company's boards shall be elected from a slate presented by one or more minority shareholders.

2011 - Shares blocking abolished: shareholders' rights should be wielded with an electronic communication.

Italian company law abolishes all obstacles deterring shareholders from voting, due to the transposition of the EU Shareholders' rights directive into national law. In particular, the presentation and voting of slates for the election of companies' boards will be no longer subject to the blocking of shares before the AGM.

Shareholders must only demonstrate the ownership of the shares to wield the shares' rights. Shareholders should ask the custodian for the dispatch of an electronic communication to a company to demonstrate the ownership of the shares of that company. Furthermore, it will be mandatory for the custodian not to block the shares due to the dispatch of an electronic communication.

OVERVIEW

Assogestioni is the Italian Association of Investment Companies managing mutual funds, investment funds, closed-end funds, exchange-traded funds (ETFs). Its members constitute over 98 percent of the investment and pension funds market in Italy. They include large institutional investors managing funds and mandates up to €1 trillion, with substantial holdings in European and Italian markets, serving nearly 7 million investors.

Assogestioni and its members have a strong interest in the integrity and efficiency of financial markets and in promoting the trust of the investing public. Matters relating to *corporate governance* are essential (or extremely relevant) to them. Indeed, in an open market economy the achievement of good *corporate governance* reflects successful balancing of the array of different interests of managers and stakeholders (the shareholders, the institutional investor, etc).

On this basis, in 1994 Assogestioni established an internal committee (the *Corporate governance* Committee – CGC) composed of the representatives of the major Italian and foreign asset management companies. The CGC aims at improving *corporate governance* of Italian listed companies, through:

- promoting the development of primary legislation and self-regulation on matters concerning *corporate governance*;
- spreading the culture of *corporate governance*;
- monitoring the application of the Italian *Corporate governance* Code¹²³;
- engaging with open letters asking them to clarify main corporate operations announced to the public¹²⁴;

¹²³ The Italian Corporate Governance Code (formally the Italian Stock Exchange's Code of self-discipline) sets out standards of good practice in relation to board leadership and effectiveness, remuneration, accountability and relations with shareholders. Listed companies are required to report on how they have applied the main principles of the Code, and either to confirm that they have complied with the Code's provisions or - where they have not - to provide an explanation.

- presenting slates for the election of independent members to the boards of directors and the boards of statutory auditors.

Director Nominations and Elections by the Institutional Shareholders: the slate voting mechanism in Italy after the transposition of the EU directive on shareholders' rights (2007/36/EC).

Good *corporate governance* depends mainly on the abilities and experience of the management of the company. In particular, boards of directors have a two-fold role: they should act both as advisors to the executives concerning management issues and as supervisors of the management.

Consequently, selecting the board means appointing those who will represent shareholders and reflect their views on key business decisions: the election of directors is one of the key decisions shareholders make.

Moreover, the presence of independent representatives on the board, capable of challenging the decisions of the management, is widely considered as a means of protecting the interests of shareholders and other stakeholders.

The role of independent directors is: (i) to ensure that an effective executive team is in place; (ii) to participate actively to the decision-taking process of the board; and (iii) to monitor the compliance of executives' strategy with laws and market best practice.

Unfortunately, the independent directors could be as "captured" by management as other non-executive directors. In addition, significant shareholders capable of shaping the entire board, exercise *de facto* control over corporate decisions, in practice marginalizing minority investors.

The independent directors appointed by minority shareholders (in particular by institutional investors) are an exception to the general rule that

¹²⁴ The CGC has written more than 40 letters to listed companies (with copy to the market authority), such as the ones concerning the lack of information forwarded by Assogestioni against Parmalat S.p.A. in March 2003.

non-executive directors are susceptible to capture. Furthermore, the presence of independent directors elected by institutional investors could be a device pressing management and control shareholders into being more responsive to all stakeholders interests. In other words, the institutional investors' access to the director nominations and elections will invigorate board elections and make boards more responsive to shareowners and more vigilant in their oversight of companies.

Based on this, Italian company law states that the election of the board of directors and the board of statutory auditors of listed companies must be done with the slate voting system (formally *Voto di Lista* system).

Candidates slates should be presented only by shareholders which have at least a minimum amount of shares (threshold)¹²⁵ fixed by the market authority.

The *Voto di Lista* allows minority shareholders to nominate at least one member of the board of directors, or the board of statutory auditors, to counterbalance the presence of an investor group acting in concert, or a majority shareholder. While a certain percentage of directors are elected from a nominee list that effectively is presented by the majority/controller shareholders, the remainder (minimum one) are elected from so-called "minority lists," or those nominees presented by minority shareholders.

Relevant keys of the *Voto di Lista* system are:

- providing minority shareholders with a voice in the boardrooms;
- promoting cooperation among minority shareholders.

Until the most recent proxy voting season, the drawback of the *Voto di Lista* consisted of share blocking. In fact, shareholders who seeked to submit candidate slates could not trade their shares during the pre-meeting period.

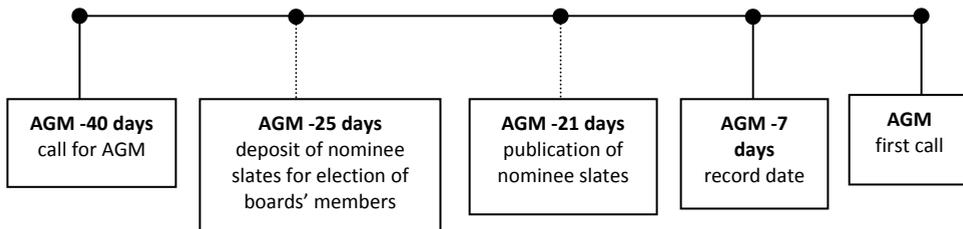
Due to the transposition of the EU Shareholders' rights directive into national law, the new Italian company law has abolished all obstacles deterring shareholders from voting.

¹²⁵ The threshold capital requirement for shareholders to submit candidate slates is fixed by the market authority between 0.5 and 4.5 percent, based on companies share capital, every year.

Therefore, with the introduction of the “record date”, the presentation and voting of slates for the election of the board of Italian listed companies will be free of obstacles. In particular, shareholders will be entitled to wield their rights (eg. to participate in a general meeting, to submit candidate slates and to vote in respect of his shares), with respect to the shares they hold on a specified date prior to the AGM (the record date).

Concerning the new procedure of the *Voto di Lista*, nominee slates will be deposited at the company’s headquarters at least 25 days prior to AGM date (first call). To deposit a slate, one or more shareholders must demonstrate that they own the percentage of shares required by the market authority on the day of the deposit. Shareholders should ask custodians to send an electronic communication to the company to demonstrate the ownership of the shares. Furthermore, it will be mandatory that the custodian must not block the shares due to the dispatch of an electronic communication.

As a result of the new regulatory framework, the nominee slates will be published by the company at least 21 days prior to the AGM first call. Another key element of the new procedure stems from the 21-day publication deadline for candidate lists. Throughout this timeframe, shareholders have the ability to review proposed candidates and make an informed decision on nominee selections.



Director Nominations and Elections by the Investment Funds in Italy since 1996.

The Italian Investment Companies, represented by the CGC, have been nominating and electing minority independent directors in listed companies since 1996 (the first nominations consisted of three members of the board of directors and two members of the board of statutory auditors of ENI).

Since 1996 the CGC has presented and elected a slate of candidates for independent directors in more than the half of the major Italian listed companies, such as: ENI, ENEL, FIAT, Generali, Finmeccanica, Mediaset, Pirelli & C, Luxottica, SNAM, SAIPEM, Intesa-San Paolo, Telecom Italia, Unicredit, etc.

All candidates presented by the CGC are independent. In fact, they must be compliant with the requirements of the independence requested by both the Italian *Corporate governance* Code and the CGC Principles for Independent Candidates. These codes list several requirements which candidates must fulfill to ensure that they have no professional, familial or financial connections to the corporation, its executives directors and its controlling shareholders.

Moreover any candidate nominated by the CGC must also be independent of the nominating shareholders. This means that a nominee, no matter how much support she has from the members of the CGC (and other shareholders), cannot be affiliated with an outside group seeking to gain control of the company.

Finally, concerning the candidates' selection procedure:

- candidates are chosen by the CGC from a pool autonomously selected by a well known international head hunting firm;
- the selection is made in compliance through the above criteria;
- the head hunter is chosen with an open tender at least every 3 years.

CONCLUSION

Corporate governance in listed entities, that is, on behalf of dispersed owners, is reflective of the needs of the business for scale and capital.

Governance failures contributed materially to excessive risk-taking in the lead up to the financial crisis. Better *corporate governance* of listed companies cannot guarantee that there will be no repetition of the recent negative experience for the economy and society as a whole. But it will make a rerun of these events significantly less likely.

Year after year, shareholders, especially institutional ones, become increasingly active and try to influence Italian companies' governance. The regulatory framework, with the abolition of share-blocking and the introduction of the record date, will accentuate this phenomenon even further, as shareholders will be more facilitated, in a timelier manner, to wield their rights over all items included in AGM's agenda.

Company performance will be influenced, directly or indirectly, actively or passively, by the initiatives and decisions that shareholders or their fund management agents take or choose not to take.

In conclusion, the repeal of share blocking and the introduction of the record date for the makes the presentation of slates for the election of the independent directors for institutional shareholders will be easier. Therefore, the fact that the asset management companies act together for the election of independent directors (and other engagement activities), minimizes possible conflicts of interests and will contribute to realizing engagement activities (well-executed on a collaborative basis) in the exclusive interests of the funds' clients as beneficial owners.

**APPENDIX: INDEPENDENT BOARDS' MEMBERS ELECTED BY
ASSOGESTIONI'S CORPORATE GOVERNANCE COMMITTEE AND
INTERNATIONAL INSTITUTIONAL INVESTORS.**

2010

BOARD OF DIRECTORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED | PERCENTAGE SHARE VOTED IN FAVOR OF THE SLATE AT THE AGM |
|-----------------------------------|------------------------|--|--|
| Assicurazioni Generali | April 24 th | 1. Cesare Calari* 2. Carlo Carraro* 3. Paola Sapienza* | 20,32% |
| Snam RG | April 27 th | 1. Roberto Lonzar* 2. Elisabetta Oliveri* 3. Mario Stella Richter* | 7,91% |

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED | PERCENTAGE SHARE VOTED IN FAVOR OF THE SLATE AT THE AGM |
|-------------------------|------------------------|---|--|
| Banca Etruria ** | April 24 th | 1. Massimo Tezzon* (chairman) 2. Massimo Gatto (alternate auditor) | 10,34% |
| Enel | April 29 th | 1. Sergio Duca* (chairman) 2. Franco Tutino* (alternate auditor) | 7,19% |
| Intesa Sanpaolo | April 30 th | 1. Rosalba Casiraghi* 2. Marco Mangiagalli* | 15,51% |
| Snam RG | April 27 th | 1. Massimo Gatto* (chairman) 2. Luigi Rinaldi* (alternate auditor) | 7,24% |
| Unicredit | April 22 nd | 1. Maurizio Lauri* (chairman) 2. Marco Ventoruzzo* (auditor) 3. Massimo Livatino* (alternate) | 26,28% |

*Elected

2009

BOARD OF DIRECTORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED | PERCENTAGE SHARE VOTED IN FAVOR OF THE SLATE AT THE AGM |
|------------------|------------------------|---|---|
| Unicredit | April 28 th | 1. Theodor Waigel* 2. Lucrezia Reichlin* | 20,89% |
| Luxottica | April 30 th | 1. Ivanhoe Lo Bello* | 2,90% |

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED | PERCENTAGE SHARE VOTED IN FAVOR OF THE SLATE AT THE AGM |
|---------------------|------------------------|--|---|
| Fiat | March 28 th | 1. Riccardo Perotta* (chairman) 2. Stefano Orlando* (alternate auditor) | 17,7% |
| Astaldi | April 27 th | 1. Pierumberto Spano* (chairman) 2. Marco Rigotti* (alternate auditor) | 3,13% |
| Luxottica | April 30 th | 1. Francesco Vella* (chairman) 2. Alfredo Macchiati* (alternate) | 2,82% |
| Finmeccanica | April 30 th | 1. Luigi Gaspari* (chairman) 2. Andrea Zoppini (auditor) 3. Vito Di Battista (alternate auditor) | 9% |

*Elected

2008

BOARD OF DIRECTORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|----------------|------------------------|---|
| Ifil | May 13 th | 1. Sandro Salvati* |
| Pirelli E C | April 29 th | 1. Franco Bruni* 2. Carlo Angelici* 3. Umberto Paolucci* 4. Cristiano Antonelli* |
| Telecom Italia | April 14 th | 1. Luigi Zingales* 2. Stefano Cao* 3. Aldo Roveri* 4. Francesco Vella* |
| Terna | April 28 th | 1. Luigi Guiso* 2. Tito Boeri* 3. Alberto Pera* |
| Eni | June 10 th | 1. Alberto Clo* 2. Marco Reboa* 3. Francesco Taranto* |
| Enel | June 11 th | 1. Augusto Fantozzi* 2. Renzo Costi* 3. Giulio Ballio* |
| Saipem | April 28 th | 1. Pierantonio Nebuloni* 2. Anna Maria Artoni* 3. Luca Anderlini* |

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|------------------------|------------------------|--|
| Ansaldo STS | April 1 st | 1. Giacinto Sarubbi* (chairman) 2. Bruno Borgia* (alternate auditor) |
| Generali Assicurazioni | April 26 th | 1. Eugenio Colucci* (chairman) 2. Michele Paolillo* (alternate auditor) |
| Mediaset | April 16 th | 1. Alberto Giussani* (chairman) 2. Mario D'Onofrio* (alternate auditor) |
| Saipem | April 28 th | 1. Fabio Venegoni* (chairman) 2. Alberto De Nigro* (alternate auditor) |

| | | |
|--------------|------------------------|---|
| Eni | April 10 th | 1. Ugo Marinelli (chairman)* 2. Giorgio Silva* (auditor) 3. Pietro Mazzola* (alternate auditor) |
| Terna | April 28 th | 1. Vito Di Battista (auditor) 2. Tiziano Onesti (alternate auditor) |

*Elected

2007

BOARD OF DIRECTORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|-----------------------|------------------------|--|
| Telecom Italia | April 16 th | 1. Luigi Zingales* 2. Stefano Cao* 3. Guido Ferrarini |
| Snam Rete Gas | April 26 th | 1. Giuseppe Airoldi* 2. Roberto Lonzar* 3. Roberto Lugano* |

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|------------------|------------------------|---|
| Unicredit | May 10 th | 1. Giorgio Loli* (chairman) 2. Siegfried Mayr* (auditor) 3. Massimo Livatino* (alternate auditor) |
| Enel | May 25 th | 1. Franco Fontana* (chairman) 2. Paolo Sbordonì* (alternate auditor) |
| Snam | April 26 th | 1. Pierumberto Spanò* (chairman) 2. Luigi Rinaldi* (alternate auditor) |

*Elected

2006

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|-------------------------|--------------------------|--|
| Telecom Italia | April 13 rd | 1. Paolo Golia (chairman)* 2. Stefano Meroi* (auditor) 3. Enrico Maria Bignami* (alternate auditor) |
| Astaldi | April 28 th | 1. Pierumberto Spanò* (chairman) 1. Maurizio Lauri* (alternate auditor) |
| Fiat | May 3 rd | 1. Gianfranco Zanda (auditor) 2. Luigi Gaspari (alternate auditor) |
| Eurofly | May 9 th | 1. Marco Rigotti* (chairman) 2. Antonio Cigala* (alternate auditor) |
| Finmeccanica | May 23 rd | 1. Luigi Gaspari* (chairman) 2. Francesco Fallacara (auditor) 3. Gaetano de Gregorio (alternate auditor) |
| Banca Intesa SPA | December 1 st | 1. Rosalba Casiraghi* (auditor) |

*Elected

2005

BOARD OF DIRECTORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|--------------------|------------------------|---|
| Enel | May 26 th | 1. Francesco Taranto* 2. Giulio Ballio* 3. Augusto Fantozzi* |
| Eni | May 27 th | 1. Albero Clò* 2. Renzo Costi* 3. Marco Reboa* |
| Pirelli E C | April 28 th | 1. Carlo Angelici* 2. Franco Bruni* 3. Mario Garraffo* 4. Aldo Roveri* |
| Saipem | June 28 th | 1. Francesco Gatti* 2. Pierantonio Nebuloni* 3. Gesualdo Pianciamore* |

BOARD OF STATUTORY AUDITORS

| COMPANY | AGM | NOMINEE SLATE DEPOSITED |
|----------------------|------------------------|---|
| Eni | May 27 th | 1. Giorgio Silva* (chairman) 2. Riccardo Perotta* (auditor) 3. Massimo Gentile* (alternate auditor) |
| Saipem | June 28 th | 1. Fabio Venegoni* (chairman) 2. Luca Caretta* (alternate auditor) |
| San Paolo IMI | April 29 th | 1. Enrico Vitali (auditor) 2. Ugo Zanello (auditor) 3. Fabio Venegoni (alternate auditor) |
| Terna | April 1 st | 1. Roberto Tasca* (chairman) 2. Vito Di Battista* (alternate auditor) |

*Elected

BIBLIOGRAFIA

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

ABRIANI N. – SANTOSUOSSO D.U., *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

AGGARWAL R. EREL I. FERREIRA M. MATOS P., *Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors*, not published.

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

BECHT M. – FRANKS J. – GRANT J., *Hedge Fund Activism in Europe*, ECGI, Finance Working Paper n. 283/2010

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

BIANCONI F. – SABRINA B., *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Georgeson, aprile 2010

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

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

ECKBO B.E. - PAONE G. - URHEIM R., *Efficiency of Share-Voting Systems: Report on Italy*, Tuck School of Business Working Paper No. 2009-64; ECGI - Law Working Paper No. 174/2011, 2011.
Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1431733>

ECKBO B.E. - PAONE G. - URHEIM R., *Efficiency of Share-Voting Systems: Report on Sweden*, Tuck School of Business Working Paper No. 2010-79; ECGI - Law Working Paper No. 173/2011, 2011.
Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1651582>

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

FINANCIAL REPORTING COUNCIL, *The UK Stewardship code*, London, July 2010

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

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

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

KAHAN M., ROCK E. B., "Hedge Funds in Corporate governance and Corporate Control", University of Pennsylvania Law Review, vol. 155, n.5, May 2007, pag

LA PORTA R. – LOPEZ DE SILANES F. – SHLEIFER 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

MACEY, J. R., "Corporate governance quando le regole falliscono", IBL, 2008.

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

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

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*,

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, Corporate 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

WAHAL S., *Pension Fund Activism and Firm Performance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.31, 1996

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

Tel. +39 0642171.201

s.marini@georgeson.com

Dott. Fabio Bianconi

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.749

fabio.bianconi@georgeson.com

Dott. Sergio Carbonara

Shareholder Analyst indipendente

Tel. +39 393 9748356

info@sergiocarbonara.com