

Osservazioni al documento di consultazione Consob sulle proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo

Spett.le CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA
(invio tramite SIPE - Sistema Integrato per l'esterno)

Premessa

Frontis Governance di Sergio Carbonara è il primo *proxy advisor* focalizzato sul mercato italiano. Partner del network ECGS (Expert Corporate Governance Service Ltd.), esclusivamente composto da esperti locali ed indipendenti, Frontis Governance fornisce ricerche altamente specialistiche sulla governance e raccomandazioni di voto assembleare (*proxy voting advice*). Altri partner europei del network ECGS sono Proxinvest (Managing Member – Francia), DSW (Germania), Ethos (Svizzera), Manifest (Gran Bretagna) e Shareholder Support (Olanda).

ECGS agisce unicamente nell'interesse degli azionisti di minoranza ed è libero da qualsivoglia conflitto di interessi nella produzione e vendita dei propri servizi di consulenza. ECGS considera il corretto trattamento degli azionisti, risultante da una corretta corporate governance, come il cardine per finanziare nuovi investimenti e, conseguentemente, nuova occupazione.

Il Decreto Legge n.91/2014, ed ancor più la Legge di conversione n. 116 dell'11 agosto 2014, hanno decretato la fine del principio fondamentale di uguaglianza di trattamento di tutti i possessori della medesima classe di azioni. Tutti i partner di ECGS intendono manifestare con forza la propria contrarietà all'introduzione della nuova norma, che non solo causa di per sé una netta spaccatura tra rischio economico e diritti degli azionisti, ma che ha l'unico risultato di rafforzare ulteriormente il potere degli azionisti di maggioranza, per altro in un mercato ancora fortemente concentrato come quello italiano. Inoltre, a dispetto dello scopo del Decreto Legge n. 91/2014, che intendeva supportare "il rilancio e lo sviluppo delle imprese" attraverso misure che ne favorissero la quotazione, la possibilità offerta alle società già quotate di deviare dal principio "un'azione – un voto" avrà il facilmente presumibile risultato di allontanare maggiormente gli investitori internazionali, contribuendo ad un'ulteriore contrazione della capitalizzazione complessiva di Borsa Italiana.

Secondo un'analisi condotta nel 2013 da Proxinvest, partner francese di ECGS, le risoluzioni respinte dalle assemblee delle società dell'indice SBF 120 sarebbero state circa il 60% in più, senza l'artificio del doppio voto.

La nuova possibilità di assegnare un voto addizionale non differenzia tra azionisti di lungo o breve periodo, ma tra azionisti stabili registrati e non registrati. Solo una percentuale minima di azionisti di minoranza, per propria definizione, detiene posizioni prossime o superiori all'1% del capitale, per cui può risultare decisamente inefficiente registrare (e quindi bloccare) le proprie azioni, rischiando anche di incorrere in maggiori costi di intermediazione, per aumentare solo marginalmente il proprio peso in assemblea. Inoltre, la previsione dell'iscrizione in un elenco speciale rischia di provocare ulteriori distorsioni, a causa della non

sempre tempestiva registrazione e cancellazione degli azionisti esteri, che detengono le proprie azioni attraverso una lunga catena di intermediari. Le nuove previsioni legislative, quindi, rischiano di favorire indebitamente solo i principali azionisti italiani.

Gli investitori istituzionali che sono soliti partecipare alle assemblee sono per lo più fondi pensione e società di gestione del risparmio, che esercitano i propri diritti nell'esclusivo interesse dei clienti (risparmiatori privati ed aderenti ai fondi pensione) in un'ottica dell'investimento di lungo periodo. Nonostante la propria natura di azionisti stabili, tali gestori hanno l'ovvia necessità di poter disporre in ogni momento delle azioni possedute, per poter garantire ai sottoscrittori la più efficiente gestione del risparmio, attraverso una rimodulazione continua dei portafogli. Risulta del tutto erronea l'affermazione, più volte portata a sostegno dell'introduzione del voto plurimo, che gli investitori istituzionali siano presenti nell'azionariato per brevi periodi, con puri scopi speculativi. Analizzando i verbali delle assemblee di bilancio degli ultimi anni, si può agevolmente dimostrare come buona parte degli investitori di minoranza sia costantemente presente, seppure con posizioni individuali più o meno variabili. In alcuni casi, gli investitori istituzionali risultano addirittura più stabili dei cosiddetti "azionisti di riferimento". Si pensi, ad esempio, al caso di Telecom Italia: oltre il 40% dei fondi presenti all'assemblea annuale del 2007 hanno votato anche nel 2014, contro lo 0% degli "azionisti di riferimento".

D'altro canto, potrebbe risultare particolarmente rischioso investire in una società il cui azionista di maggioranza detiene il potere assoluto su tutte le delibere assembleari. I casi di disastri finanziari causati dallo strapotere dell'azionista di riferimento sono tristemente numerosi sia in Italia che all'estero (si pensi a Fondiaria-Sai ed al Banco Spirito Santo, solo per citarne due tra i più recenti e noti). Riteniamo che per attirare investitori internazionali sarebbe quindi più opportuno agire sull'effettività e l'efficacia degli strumenti di controllo, sia interni che esterni, piuttosto che garantire maggiore potere agli azionisti "di riferimento".

Per tutte le motivazioni sopra citate, **Frontis Governance ed ECGS ritengono opportuno comunicare all'Autorità e a tutti gli emittenti italiani, che emetteranno raccomandazioni di voto contrarie ad ogni proposta assembleare volta a consentire l'attribuzione del voto addizionale.**

Commenti ai quesiti Consob

- 1) *Si condivide la ricostruzione sulla natura giuridica dell'elenco (par. 1)?*
- 2) *Si ritiene che possano esservi profili di criticità in ordine alla pubblicità delle informazioni contenute nell'elenco ovvero all'operatività del meccanismo di iscrizione/maggiorazione? Si ritiene preferibile introdurre, in luogo della certificazione, una comunicazione da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente (come previsto dall'art. 23 del Regolamento sulla gestione accentrata)?*

Concordiamo sia con l'interpretazione dell'Autorità sulla natura dell'elenco speciale come documento complementare al Libro Soci (Q1), sia con la proposta di pubblicazione sul sito dell'emittente degli azionisti rilevanti che abbiano richiesto la registrazione (Q2, *prima parte*). Qualsiasi modifica nel numero delle azioni registrate nell'elenco speciale, però, implica un potenziale cambiamento nei diritti di voto di tutti gli azionisti, che potrebbe avere ripercussioni anche significative sulle loro strategie di investimento e di *engagement* nel lungo periodo. Tra l'altro, possono verificarsi cambiamenti potenzialmente rilevanti anche nel caso in cui una pluralità di azionisti, nessuno dei quali in possesso di oltre il 2% del capitale, dovesse richiedere la registrazione delle proprie azioni (ad es., se 10 azionisti con l'1% ciascuno richiedesse la registrazione, gli altri azionisti rischierebbero una riduzione di circa il 10% dei propri diritti di voto nell'arco dei 2 anni successivi, senza esserne stati preventivamente informati). Ritenendo che tutti gli azionisti, sia attuali che potenziali, debbano essere posti nelle condizioni più idonee per valutare eventuali variazioni future dei propri diritti, raccomandiamo che gli emittenti rendano anche noto l'ammontare aggiornato delle azioni complessivamente registrate nell'elenco speciale.

Per quanto riguarda la certificazione del possesso azionario (Q2, *seconda parte*), l'iscrizione delle azioni nell'elenco speciale, così come ogni certificazione rilasciata dall'intermediario su richiesta dell'azionista, può far sorgere ulteriori costi a carico degli investitori. Le tariffe applicate dagli intermediari possono variare anche sensibilmente, rappresentando in alcuni casi un ostacolo significativo all'esercizio dei diritti degli azionisti. Raccomandiamo di prevedere che sia la registrazione nell'elenco speciale che l'attribuzione del voto addizionale siano effettuate in base ad una comunicazione diretta da parte dell'intermediario nei confronti dell'emittente. Inoltre, nonostante la nostra ferma contrarietà a qualsiasi deviazione dal principio "un'azione – un voto", troviamo assolutamente ingiusto ed inopportuno che gli azionisti debbano attivarsi per richiedere il riconoscimento di un diritto acquisito. Per cui raccomandiamo che l'attribuzione del voto addizionale sia automatica allo scadere dei 24 mesi dall'iscrizione delle azioni nel registro speciale, senza che siano necessarie ulteriori richieste da parte dell'azionista.

- 3) *Si condivide l'approccio regolamentare adottato nei confronti dell'autonomia statutaria?*

Dato che l'attribuzione del voto addizionale rafforza il potere solo di alcuni azionisti, a danno degli altri, è di fondamentale importanza limitare al massimo la discrezionalità del management, e degli azionisti di controllo, nel definire modalità e tempistiche di registrazione ed assegnazione. Il rischio implicito di un'eccessiva autonomia statutaria è di definire deliberatamente procedure che ostacolano l'attribuzione del diritto addizionale ad alcuni azionisti considerati particolarmente "critici".

Al fine di ripristinare un minimo di uguaglianza di trattamento degli azionisti, raccomandiamo che il Regolamento preveda che gli azionisti possano registrare le proprie azioni in qualsiasi momento, e che i diritti addizionali siano automaticamente assegnati allo scadere dei 24 mesi dalla registrazione (*ongoing*).

- 4) *Si condivide la soluzione adottata con riguardo al riferimento temporale per determinare il numero dei diritti di voto (par. 2)?*

Concordiamo con la proposta di Consob sulle tempistiche relative alla determinazione e comunicazione al pubblico del numero totale di diritti di voto: entro il quinto giorno di calendario successivo alla chiusura del mese in cui si sono prodotte eventuali modifiche, e comunque entro la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

- 5) *Si condivide la scelta regolamentare in ordine alle variazioni passive delle partecipazioni rilevanti?*

Concordiamo con la proposta dell'Autorità di esonerare dall'obbligo di comunicazione delle variazioni "passive" al di sopra o al di sotto della soglia del 2% dei diritti di voto, mantenendo però invariato l'obbligo di comunicazione relativo alla soglia del 5% ed alle seguenti. Riteniamo che in tal modo possa essere garantita una sufficiente trasparenza sulle partecipazioni rilevanti, senza gravare di eccessivi obblighi di *compliance* gli azionisti, che altrimenti si troverebbero a dover monitorare continuamente le modifiche nel totale dei diritti di voto di tutte le società italiane in cui partecipano.

- 6) *Si condivide la scelta in ordine ai criteri di calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria (par. 3)?*

Concordiamo con la previsione che le soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di OPA siano riferite al numero complessivo dei diritti di voto.

- 7) *Si condivide la proposta concernente i superamenti di natura passiva della soglia OPA?*

Nei casi di superamento "passivo" della soglia del 30% dei diritti di voto, riteniamo più opportuno un maggiore allineamento con la regolamentazione prevista in altri paesi europei, al fine di prevenire al massimo i casi di elusione della normativa sull'OPA obbligatoria. Proponiamo quindi di prevedere la limitazione dei diritti di voto al 30% meno un voto, per quegli azionisti che dovessero superare involontariamente tale soglia, fino a che le azioni in eccesso non siano cedute a soggetti non correlati, così come già previsto in Spagna e Gran Bretagna. Proponiamo, inoltre, che l'obbligo di offerta pubblica scatti in ogni caso, se l'azionista che ha passivamente superato la soglia del 30% dei diritti di voto acquisti ulteriori azioni, indipendentemente dall'ammontare di capitale detenuto.

Ringraziando per l'opportunità offerta, rimaniamo a disposizione per fornire ogni ulteriore chiarimento sulle nostre proposte.

Roma, 25 novembre 2014

Sergio Carbonara

Founder – Frontis Governance

Partner – ECGS

Via Gela, 73

00182 – Roma

Tel: +39 06 64850804

s.carbonara@frontisgovernance.com

www.frontisgovernance.com

Pierre-Henri Leroy

Chairman – Proxinvest

Managing Director – ECGS

6, rue d'Uzès

75002 – Paris (France)

Tel: +33 01 45 51 50 43

p.h.leroy@proxinvest.fr

www.proxinvest.fr

www.ecgs.org