

Spettabile
Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione IV – Ufficio VI
Via e-mail: dt.direzione4.ufficio6@tesoro.it

Roma, 16 settembre 2009

**Osservazioni al documento di consultazione del Ministero dell'Economia,
Dipartimento del Tesoro, per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE relativa
all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate**

Il presente documento è stato stilato congiuntamente da **Georgeson** e dalla **Dottoressa Livia Amidani Aliberti** per le rispettive competenze nel ramo della shareholder communication e della corporate governance. Ringraziamo inoltre tutti coloro che hanno apportato un prezioso contributo alla stesura del documento, in particolare la Dottoressa Antonella Rigolli e la Dottoressa Cristina Girelli, rispettivamente Responsabile Affari Societari e Responsabile Investor Relations di Parmalat.

Georgeson, società del gruppo Computershare, è il leader mondiale nella consulenza e nei servizi di shareholder communications e proxy voting. Nata nel 1935 negli Stati Uniti è attiva dal 1999 sul mercato italiano. Dalla sede italiana, Georgeson segue ogni anno campagne assembleari per decine di società quotate europee e mondiali.

La Dottoressa **Livia Amidani Aliberti** è il leader professionale di Aliberti Governance Advisors. Con grande esperienza di progetti di corporate governance per società quotate, quotate, investitori istituzionali e activist hedge funds. Componente del Comitato Tecnico di Piazza Finanziaria, associata di "Nedcommunity", ha pubblicato vari articoli e ricerche su riviste e quotidiani.

Prima di passare all'esposizione delle nostre osservazioni su alcuni punti oggetto del documento di consultazione, riportiamo alcune considerazioni di carattere generale, emerse nel corso della nostra

attività di Information Agent sul mercato italiano, che potranno fornire una breve fotografia di alcuni aspetti di rilievo riguardo alla normativa in discussione.

Partecipazione assembleare: nel 2009 il capitale rappresentato in assemblea, esclusi gli azionisti di controllo, è risultato mediamente pari al 10% del flottante. Dalla nostra esperienza tale dato, seppure in crescita ancora nettamente inferiore ai principali mercati europei (dove tale media raggiunge e talvolta supera il 50%), è dovuto a due fondamentali ostacoli alla partecipazione particolarmente sentiti dagli investitori istituzionali internazionali: un sistema ancora troppo costoso per l'investitore e lunghe tempistiche necessarie al sistema degli intermediari per processare il voto (almeno 7 giorni antecedenti l'assemblea, durante i quali le azioni si considerano di fatto bloccate).

Ricorso al voto per delega: mediamente circa il 92% degli aventi diritto al voto è rappresentato da un delegato. Il rimanente 8% degli azionisti, che partecipa in proprio, rappresenta generalmente meno dell'1% del capitale votante. Questo dato evidenzia come l'importanza di incentivare l'utilizzo del voto per delega possa realizzare un duplice obiettivo: una reale agevolazione alla partecipazione assembleare e minore aleatorietà sul numero di persone presenti all'evento (già oggi in molti casi decisamente limitato).

Shareholder Identification: la media degli ultimi 5 anni evidenzia scambi di titoli azionari sul mercato italiano per il 138% della capitalizzazione complessiva (solo nel 2008 il valore complessivo degli scambi ha rappresentato il 276% della capitalizzazione). Ciò significa che l'intero flottante delle società quotate italiane gira in media almeno 2 volte l'anno. Un Libro Soci non aggiornato, o aggiornato anche a pochi mesi dall'assemblea, risulta quindi non essere più rappresentativo della reale base azionaria della società.

Contendibilità: secondo lo studio congiunto di Banca d'Italia e Consob, "The evolution of ownership and control structure in Italy in the last 15 years", nel 2007 solo il 3,1% delle società quotate italiane presentava un capitale flottante superiore al 70% del Capitale (al netto anche di patti parasociali e altri meccanismi di controllo più o meno formali) e quindi risultavano realmente contendibili.

Tale fotografia della realtà assembleare e degli assetti proprietari delle società quotate italiane, fornisce chiaramente le direttrici lungo cui operare. In questo contesto la SHRD rappresenta un'ottima opportunità per aumentare la partecipazione degli azionisti alla vita societaria, partendo dal corretto presupposto per cui "un controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario".

Riteniamo che lo schema del decreto legislativo proposto dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro, si muova nella giusta direzione; per consentire che la Direttiva possa raggiungere il suo obiettivo occorre integrare meglio alcuni aspetti con la disciplina prevista.

In particolare, riteniamo opportuno porre l'accento sulle seguenti tematiche, per cui si riportano le nostre osservazioni, nella speranza di poter dare un contributo fattivo alla definizione delle più efficienti regole del mercato:

2. LA CONVOCAZIONE E L'INFORMATIVA PREASSEMBLEARE

2.A) Termine di pubblicazione dell'avviso di convocazione

Appreziamo la conferma del termine di 30 giorni precedenti la data dell'assemblea per la pubblicazione dell'avviso di convocazione. Una riduzione di tale termine risulterebbe a danno dell'azionariato, ostacolando una corretta informazione e limitando il processo decisionale degli investitori istituzionali. Il termine per la data di pubblicazione va considerato anche alla luce della prassi del mercato che vede come termine ultimo per la richiesta della certificazione assembleare agli intermediari circa 7 giorni. Di fatto, l'investitore istituzionale ha oggi 23 giorni di calendario per informarsi, decidere e trasmettere il proprio voto. Un'ulteriore riduzione di tali termini ne ostacolerebbe di fatto la partecipazione.

Riteniamo, inoltre, assolutamente lodevole la previsione normativa di **anticipare il termine per la presentazione delle liste** relative all'elezione dei componenti del Consiglio di Amministrazione o del Collegio Sindacale **entro 21 giorni** dalla data dell'assemblea (e quindi anche il termine anticipato a **40 giorni per la convocazione** della relativa assemblea). Tale disposizione è in linea con le *best practices* di Corporate Governance vigenti sui mercati internazionali, ed è stata sovente sollevata dai principali attori la necessità di tale intervento. I 21 giorni previsti dalle nuove disposizioni consentirebbero, infatti, una **più ragionevole analisi delle liste presentate da parte degli investitori e dei Proxy Advisers**, garantendo la possibilità di un voto maggiormente consapevole e basato su analisi di merito piuttosto che, come spesso accade oggi, su fattori "burocratici" legati alle tempistiche di pubblicazione dell'informativa (a causa delle varie scadenze imposte dai depositari locali ed internazionali, è fondamentale per molti investitori internazionali avere la possibilità di trasmettere il proprio voto almeno entro 15 giorni dalla data dell'assemblea; nel caso in cui l'informativa sulle liste non fosse pubblicata entro tale termine, è prassi per tali investitori, ed i principali Proxy Advisers, emettere **voto contrario a tutte le liste**, rendendo di fatto inutile il voto stesso).

Circa il 42% delle liste relative agli Amministratori di Minoranza, e circa il 69% di quelle relative a Sindaci di Minoranza, sono ancora a capo di soggetti non facilmente e pubblicamente identificabili. Al fine di rendere maggiormente identificabili tali soggetti, sarebbe necessario il meccanismo della **record date**, e contestuale informazione pubblica (di cui al successivo punto 4), **alla data stessa di presentazione delle liste** (21 giorni antecedenti l'assemblea).

2.C) Le ulteriori informazioni da rendere disponibili prima dell'assemblea

Riteniamo importante la previsione all'art. 125 TUF, relativa all'indicazione delle informazioni che deve contenere l'avviso di convocazione, così come la definizione del termine di pubblicazione della relazione degli amministratori contestuale alla pubblicazione dell'avviso.

Riteniamo però fondamentale che sia previsto l'inserimento, nell'avviso di pubblicazione, dell'**eventuale previsione statutaria che esclude il ricorso a convocazioni successive** (come previsto dal successivo punto 4.B) e delle modalità da seguire per l'**integrazione dell'ordine del giorno, proposte di delibera e relative relazioni** (ad esempio, se possono essere inviate in formato elettronico).

Per quanto la pubblicazione dell'avviso di convocazione e dei documenti assembleari sul sito Internet (art 125-*ter*), occorrerebbe definire se tali informazioni debbano essere accessibili a tutti o se alcune debbano essere riservate esclusivamente agli azionisti. Riteniamo che l'eventuale limitazione dell'accesso a suddette informazioni imporrebbe la **previsione della record date** (di cui al successivo punto 4) **alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione** stesso. In caso contrario, ovvero se la record date fosse limitata ai 5 giorni antecedenti l'assemblea, verrebbe a cadere di fatto la limitazione dell'accessibilità ai soli legittimati al voto.

3. INTEGRAZIONE DELL'ORDINE DEL GIORNO

Siamo d'accordo con quanto previsto dallo schema di decreto, sempre che siano esplicitate nell'avviso di convocazione di cui all'art. 125 TUF le **modalità da seguire per l'integrazione** dell'ordine del giorno, ed in particolare che sia prevista tale possibilità anche **per via informatica**.

4. LEGITTIMAZIONE ALL'INTERVENTO IN ASSEMBLEA E ALL'ESERCIZIO DEL VOTO

4.A) Record date

Riteniamo che il principio della record date costituisca un **elemento fondamentale per agevolare e favorire la partecipazione degli investitori** alla vita societaria. La previsione di **una record date a 5 giorni dalla data dell'assemblea rischia però di limitare notevolmente gli**

effetti di tale istituto, deviando dagli obiettivi fondamentali della Direttiva. Tale previsione si scontra, infatti, contro la prassi degli intermediari domestici di imporre quale **termine ultimo per richiedere la certificazione assembleare ad almeno 7 giorni** prima della data dell'assemblea. Tale termine, inoltre, si allunga ulteriormente nel caso di investitori esteri, per i quali si aggiungono le tempistiche interne previste anche dai depositari internazionali.

In considerazione di tali tempistiche, e sempre nell'ottica di agevolare la partecipazione di tutti gli azionisti, **sarebbe opportuno prevedere la record date alla data di convocazione** (e quindi almeno **30 giorni** precedenti l'assemblea). D'altra parte le modifiche proposte all'art. 147-ter, comma 2 TUF già prevederebbero una record date sostanziale per la presentazione delle liste per l'elezione del consiglio di amministrazione al trentesimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione. Tale previsione potrebbe essere estesa a tutti gli azionisti e per qualsivoglia ordine del giorno.

La record date a 5 giorni ostacolerebbe o impedirebbe l'attivazione di alcune previsioni normative fondamentali, quali il voto per corrispondenza, l'integrazione dell'ordine del giorno ed il voto per delega al rappresentante indipendente designato dalla società (di cui all'art. 135-*quater* TUF).

L'art. 126-*bis* TUF prevede la possibilità di integrazione dell'ordine del giorno da parte dei soci entro 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione. La previsione di una record date a 5 giorni entrerebbe quindi in contrasto con tale disposizione, dovendo l'integrazione avvenire almeno 15 giorni prima della stessa data necessaria per la legittimazione al voto.

Ne risulterebbe ostacolato anche il voto per delega, avendo il delegato a disposizione solo 5 giorni per verificare l'effettiva legittimazione al voto dei propri rappresentati. Tale meccanismo risulterebbe poi inapplicabile nel caso in cui non fosse prevista la possibilità di invio elettronico della delega, parimenti all'inapplicabilità di un eventuale voto per corrispondenza: per entrambi i meccanismi risulterebbero necessarie tempistiche più lunghe e poco conciliabili con i 5 giorni previsti.

Nella pratica, **la previsione di una record date a 5 giorni manterrebbe il sistema attuale di blocco delle azioni**, con un termine per la richiesta della certificazione assembleare ad almeno 7 giorni dall'assemblea ed il conseguente blocco delle azioni con cui si intende partecipare.

Al fine di favorire la partecipazione degli azionisti alla vita della società, è opportuno che questi siano correttamente informati ed abbiano a disposizione il tempo necessario per decidere l'indirizzo del voto e poterlo inoltrare correttamente. Preoccupa la facoltà di prevedere in via statutaria l'**esclusione di convocazioni successive alla prima** se non accompagnata da un bilanciamento della possibilità di intervento informato e tempestivo dell'investitore.

Un maggior lasso di tempo tra la *record date* e la data dell'assemblea contribuirebbe, inoltre, ad ostacolare una partecipazione al voto da parte di investitori mossi esclusivamente da logiche di brevissimo periodo (gli speculatori), garantendo invece il diritto per i *long term investors*.

Notevole apprezzamento rivolgiamo alla previsione dell'articolo 83-*novies*, comma 1 lettera c), ai sensi del quale **gli intermediari devono comunicare tutti i nominativi dei titolari dei conti all'emittente, salva diversa indicazione del titolare stesso.**

Anche tale norma rischia però di rimanere del tutto **inefficace** nel momento in cui non si preveda un **termine temporale chiaro ed imprescindibile** entro il quale tale comunicazione debba avvenire. Inoltre, la previsione di tale comunicazione in tempi idonei, potrebbe consentire di **eliminare la necessità della richiesta della certificazione** da parte dell'azionista al proprio intermediario, **abbattendo notevolmente costi e tempistiche** necessari per l'azionista per adempiere al proprio diritto.

A tal proposito, riterremmo opportuno prevedere l'obbligo di **comunicazione dei titolari dei conti da parte degli intermediari alla chiusura del giorno previsto quale record date**. Inoltre, nel caso in cui fosse prevista una record date alla data della convocazione assembleare, **tale previsione agevolerebbe l'attività di comunicazione ed informazione** da parte dell'emittente nei confronti dei propri azionisti, favorendo una partecipazione ancor più consapevole ed allargata a tutti gli investitori interessati.

Al fine di consentire agli emittenti una corretta organizzazione dell'evento assembleare e la possibilità di determinare in anticipo il raggiungimento dell'eventuale quorum costitutivo, riteniamo opportuno prevedere la possibilità di mantenere in capo all'azionista l'**obbligo di registrazione all'assemblea** alcuni giorni antecedenti l'evento. Proponiamo che le registrazioni all'assemblea debbano pervenire all'emittente entro il secondo giorno antecedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione.

4.B) Adeguamenti in materia di disciplina dell'assemblea, di impugnazione delle delibere assembleari e di diritto di recesso

La previsione all'art. 2369 del Codice Civile che lo statuto possa prevedere l'eliminazione delle assemblee successive alla prima, con la previsione dei quorum necessari per la seconda convocazione ordinaria e la terza straordinaria, **semplifica l'organizzazione dell'evento e ne riduce i costi per la società**. Allo stesso tempo tale previsione garantirebbe all'intero sistema la certezza sull'effettiva data dell'assemblea. Questa facoltà riteniamo debba essere accompagnata da meccanismi che agevolino la

possibilità di intervento informato di tutti azionisti. Come già sottolineato al punto 4.A), la previsione di una record date troppo ravvicinata all'unica data di convocazione avrebbe l'effetto opposto di **ridurre ulteriormente i già ristretti tempi** a disposizione dell'investitore istituzionale per decidere e trasmettere correttamente il proprio voto.

4.D) Aggiornamento del libro soci e meccanismo di identificazione degli azionisti

L'articolo 83-*novies*, comma 1, lettera c) pone l'Italia all'avanguardia, consentendo di integrare in maniera efficiente le previsioni più avanzate della direttiva **se il termine per la comunicazione dell'intermediario coincide con la record date**. Questa previsione consentirebbe di eliminare la necessità della richiesta di certificazione da parte dell'azionista ed una più agevole verifica della legittimazione dell'azionista nei momenti di partecipazione all'assemblea ed al voto.

La previsione della record date alla data di convocazione dell'assemblea, accompagnata dalla comunicazione degli aventi diritto da parte degli intermediari, favorirebbe una **più efficiente campagna di comunicazione ed informazione nei confronti di tutti gli azionisti**, consentendo di aprire un dialogo diretto e proficuo anche con l'investitore privato interessato. Inoltre, tale meccanismo garantirebbe una **maggiore applicabilità di altre fondamentali previsioni della direttiva**, quali: il rappresentante unico designato dalla società, integrazione dell'ordine del giorno, voto a distanza.

Nel caso in cui non fosse previsto l'obbligo di comunicazione da parte degli intermediari, in tempo utile per una corretta campagna di comunicazione ed informazione da parte dell'emittente, riteniamo auspicabile la previsione di una norma che consenta agli emittenti di **conoscere la propria base azionaria in qualsiasi momento**.

Tale norma è stata inclusa, in epoca più o meno recente, in diverse legislazioni europee (si veda la NRE in Francia del 2003 o il Risiko Limitation Act in Germania del 2008) oltre che, da tempo, nella legislazione Britannica: anche in assenza di un meccanismo di registrazione accentrata degli azionisti, l'emittente può richiedere agli intermediari la *disclosure* di tutti i *beneficial owners* ad una determinata data, a pena di limitare i diritti societari (dividendo e/o diritto di voto) per i clienti di quegli intermediari che non abbiano effettuato la comunicazione.

Non crediamo che sia la previsione di tale norma ad influenzare la contendibilità delle società italiane, che, come evidenziato anche dallo studio congiunto di Banca d'Italia e Consob ("The evolution of ownership and control structure in Italy in the last 15 years"), risulta particolarmente limitata dagli stessi assetti proprietari di controllo.

5. DIRITTO DI PORRE DOMANDE

Una record date anticipata e la coincidente comunicazione da parte degli intermediari di tutti gli aventi diritto, come previsto dall' articolo 83-*novies*, comma 1, lettera c), consentirebbe alla società di **verificare la legittimazione** ed agevolerebbe la possibilità di prevedere la presentazione di **domande anche a distanza**, tramite mezzi informatici e per posta.

Concordiamo con la previsione della possibilità di risposta in assemblea anche per le domande pervenute anticipatamente, la previsione di risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto e con la previsione di non dovere una risposta nei casi previsti dall'art. 127-*ter* TUF.

6. PARTECIPAZIONE E VOTO A DISTANZA

6.A) Voto per corrispondenza

Riteniamo si tratti di una **previsione importante**, allineata con la disciplina già prevista in importanti mercati esteri. Seppure il voto per corrispondenza assuma scarsa rilevanza nel complesso delle modalità di partecipazione, ed inserisca una certa rigidità legata alla difficoltà di modificarne l'espressione, riteniamo che **la previsione del voto elettronico**, opportunamente regolamentato da Consob, **consenta una notevole agevolazione all'intervento**, in particolare dei grandi investitori istituzionali esteri.

6.B) Conferimento di deleghe

Esprimiamo apprezzamento per la previsione della possibilità di conferire la **delega agli organi sociali**, l'introduzione all'art. 135-*quater* della previsione di un **soggetto indipendente** indicato dalla società cui tutti gli azionisti possano conferire la delega di voto e l'eliminazione, all'art. 2372 Cod. Civ., del **limite al numero di deleghe** conferibili ad un unico rappresentante. Tali norme consentirebbero un **abbattimento delle spese di partecipazione** a carico dell'azionista, agevolando al contempo le procedure di voto.

Al contempo, per poterne garantire la reale applicabilità, tali norme dovrebbero essere accompagnate dalla previsione di una **record date anticipata**, in caso contrario (record date a 5 giorni)

le tempistiche necessarie per il conferimento della delega e la verifica di legittimazione al voto sarebbero proibitive ed in contrasto con lo spirito della norma.

6.C) Sollecitazione di deleghe di voto

Apprezziamo inoltre la semplificazione prevista per l'istituto in oggetto. Ricordando che ad oggi, dopo dieci anni dall'introduzione di tale istituto, non è mai stata svolta in Italia una sollecitazione delle deleghe di voto, salutiamo con favore le modifiche proposte. In particolare, riteniamo che la previsione che la sollecitazione sia svolta direttamente dal promotore (senza l'obbligo di avvalersi di un intermediario), l'eliminazione dei limiti di possesso azionario necessari per la sollecitazione, l'eliminazione dei limiti quantitativi alla raccolta di deleghe e la possibilità di rivolgere l'attività di sollecitazione non più all'intero universo degli azionisti ma ad una parte di essi (sempre che sia rivolta ad almeno 200 azionisti), **potranno finalmente consentire la reale applicabilità dell'istituto** della sollecitazione anche in Italia. Riteniamo, però, che un **grosso ostacolo** all'accesso reale all'istituto della sollecitazione sia stato finora rappresentato anche dalla **indeterminatezza regolamentare sulle modalità di diffusione e gestione delle informazioni relative agli azionisti** da parte degli intermediari. Per quanto disposto dall'art. 144, comma 1, lettera c), la CONSOB dovrà stabilire con regolamento anche i seguenti, fondamentali aspetti:

- **Tempistiche** entro cui gli intermediari devono comunicare i nominativi degli azionisti oggetto della sollecitazione (sarebbe opportuno prevedere, anche in questo caso, **almeno entro 30 giorni** antecedenti la data dell'assemblea).
- **Tipologia** delle informazioni che devono essere fornite al promotore (al fine di rendere fattibile la sollecitazione, dovrebbe essere prevista la comunicazione anche della residenza e del numero di telefono di quegli azionisti che non abbiano fatto esplicito divieto di comunicazione).

Occorre ancora sottolineare che anche per l'istituto della sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto è necessario prevedere una **record date anticipata** rispetto la data dell'assemblea, per consentirne il corretto ed efficace svolgimento. In assenza di tempistiche adeguate, tale istituto rischierebbe di non trovare ancora una reale applicabilità nel nostro ordinamento.

8. ALTRE DISPOSIZIONI

8.A) Rendiconto del voto

Riteniamo opportuna la previsione all'art. 125-*ter* TUF della disponibilità del rendiconto delle votazioni sul sito Internet della società, **garantendo a tutti l'accesso a tale informazione in un formato elettronico di facile utilizzo**. Riteniamo però che tale informazione pubblica sia **comprensiva anche dei nominativi degli investitori e della loro espressione di voto** (favorevole, astenuto o contrario). In tale modo si consentirebbe al mercato la possibilità di conoscere e valutare in ogni caso i soggetti cui fanno capo le liste di minoranza. Inoltre tale disposizione consentirebbe un **controllo reale sull'esercizio del potere di voto** degli investitori istituzionali da parte della loro clientela: chi esercita questo diritto nell'ambito della propria attività d'impresa deve essere chiamato a risponderne al mercato. Gli investitori istituzionali hanno il diritto/dovere di rappresentare i propri mandanti (clienti) in assemblea e devono rendere conto ad essi sul rispetto delle politiche di voto ed indirizzi della gestione su cui il mandato si basa. D'altra parte l'elenco dei votanti, e della relativa espressione di voto, è già compreso nel verbale assembleare pubblicato sul sito Internet della società e di Borsa Italiana.

Infine, vogliamo segnalare come sia già presente nell'ordinamento Statunitense, particolarmente sensibile ai diritti di tutela del piccolo investitore, una simile previsione, seppure "a parti invertite": secondo la Sezione 30 e la Rule 30b dell'Investment Company Act del 1940 tutte le società di investimento registrate negli USA sono tenute a comunicare gli interi *proxy voting records* alla SEC, che li rende pubblici sul sito Internet, entro il 31 agosto. Ovvero, tutti i gestori istituzionali statunitensi devono rendere note tutte le assemblee cui hanno votato nel corso della stagione appena chiusasi, con l'indicazione, per ogni assemblea, dei punti all'ordine del giorno e del voto espresso.

Per ulteriori informazioni ed eventuali osservazioni al documento si prega di contattare:

Stefano Marini

Sergio Carbonara

Georgeson

Tel.: 06-42.171.1

e-mail: s.carbonara@georgeson.com

web site: www.georgeson.it

Livia Amidani Aliberti

Aliberti Governance Advisors

e-mail: livia.aliberti@alibertiga.com

web site: www.alibertiga.com