

## FTSE MIB

Proxy Season 2013

### Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze

*con approfondimento relativo al voto sulle politiche di  
remunerazione (ex Art. 123-ter del D.lgs. n. 58/98 e art. 84-  
quater del Regolamento Emittenti Consob)*

© 2013 Georgeson Srl *TUTTI I DIRITTI RISERVATI. Nessuna parte di esso può essere in alcun modo riprodotta per terze parti o da queste utilizzata senza l'autorizzazione di Georgeson Srl.*

Stampato a Roma

***Coordinamento***

Fabio Bianconi (Georgeson)

Sabrina Bruno (Università della Calabria, LUISS Guido Carli)

# INDICE

*Fabio Bianconi (Georgeson)*

<b>I. EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI PROPRIETARI ED ATTIVISMO ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE: L'INDAGINE EMPIRICA</b> .....	5
Nota metodologica.....	6
1. Assetti proprietari.....	7
1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB.....	7
1.2 Azionista di controllo.....	14
1.2.1 Identificazione dell'azionista di controllo e modelli di controllo.....	14
2. La partecipazione all'assemblea ordinaria nelle Società del FTSE MIB.....	16
2.1 La stagione assembleare 2013.....	16
2.1.1 La datazione dell'evento assembleare.....	16
2.1.2 La rappresentanza in assemblea.....	17
2.1.3 Il <i>quorum</i> costitutivo.....	18
2.1.4 L'incidenza sul capitale presente in assemblea per azionista.....	23
2.1.5 L'intensità di partecipazione.....	27
2.1.6 Analisi e incidenza della quota di capitale non ammesso al voto e non votante.....	31
3. Politiche di remunerazione in Italia e voto in assemblea.....	34
3.1. Voto sulle politiche di remunerazione e azionisti di minoranza.....	41
 <i>Sabrina Bruno (Università della Calabria – Luiss G. Carli)</i>	
<b>II. DIRETTIVA N.36/2007/CE E ASSEMBLEE ITALIANE. IL VOTO VINCOLANTE SULLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE IN UK</b> .....	42
1.Effetti della Direttiva n. 36/2007/CE sulle assemblee italiane 2011 – 2013.....	43
2. Il voto vincolante sulle politiche di remunerazione in UK.....	51
<b>ALLEGATO A</b> .....	55
Politiche di Remunerazione negli Stati Uniti e voto in assemblea: <i>focus</i> sui fattori rilevanti alla base del dissenso degli azionisti	
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	60

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

FABIO BIANCONI

*La presente ricerca è stata realizzata con il contributo di:*

Renato Di Vizia (Georgeson)

Giuseppe Piccoli (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, tenutesi nel corso della stagione assembleare 2013.

Il campione analizzato è circoscritto a 32<sup>1</sup> delle 40 Società appartenenti all'indice. Più precisamente sono state escluse:

- le società cooperative, quali Banca Popolare di Milano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banco Popolare e UBI Banca;

- le società di diritto estero, quotate sull'MTA e appartenenti al FTSE MIB<sup>2</sup>;

- la società A2A, che non ha ancora reso pubblica la lista degli azionisti presenti nella relativa assemblea ordinaria;

- la società Mediobanca, la cui assemblea ordinaria si svolge nel secondo semestre, solitamente nel mese di ottobre.

---

<sup>1</sup> Ansaldo STS, Assicurazioni Generali, Atlantia, Autogrill, Azimut, Banca Monte dei Paschi, Buzzi Unicem, Campari, Diasorin, Enel Green Power, Enel, Eni, Exor, Fiat, Fiat Industrial, Finmeccanica, Fondiaria-Sai, Intesa San Paolo, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mediolanum, Parmalat, Pirelli&C, Prysmian, Saipem, Salvatore Ferragamo, Snam, Telecom Italia, Terna, Tod's, Unicredit.

<sup>2</sup> STMicroelectronics e Tenaris.

## 1. ASSETTI PROPRIETARI

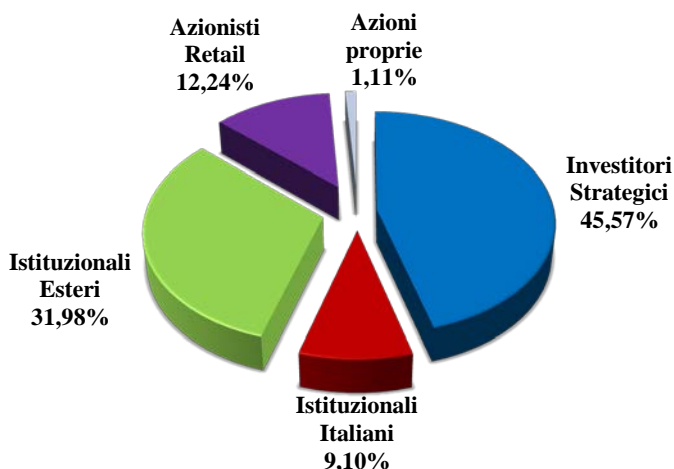
### 1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB

Il primo argomento preso in esame riguarda l'analisi della struttura proprietaria<sup>3</sup> delle principali società quotate in Italia.

#### Grafico 1

#### Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

(valore medio % sul capitale sociale)



Il Grafico 1 conferma in modo chiaro una delle caratteristiche peculiari del mercato italiano ovvero l'alta concentrazione negli assetti proprietari. Lo dimostra il fatto che, in media, più del 45,5% del capitale è detenuto dai c.d. azionisti strategici, in molti casi prossimi alla maggioranza assoluta della compagine

---

<sup>3</sup> I dati analizzati sono stati reperiti da fonti pubbliche, quali verbali assembleari pubblicati sul sito di Borsa Italiana, partecipazioni rilevanti risultanti dalle comunicazioni alla Consob, siti internet delle singole istituzioni che gestiscono i fondi azionisti, *providers* di informazioni relative al mercato.

azionaria<sup>4</sup>. Seguono, in ordine di importanza, gli investitori istituzionali esteri con una quota di pertinenza molto vicina al 32%, gli investitori "retail" con poco più del 12,2% e gli investitori istituzionali italiani con il 9,1%. Infine, le azioni possedute direttamente dalla società, le quali raggiungono l'1,1% dell'intera capitalizzazione.

## Tabella 1

### FTSE MIB: Struttura proprietaria

Confronto 2005 – 2012 - 2013 (valore medio % sul capitale sociale)

Azionisti	Posizioni detenute (% su capitale sociale)								
	MEDIA			MAX			MIN		
	2005	2012	2013	2005	2012	2013	2005	2012	2013
Investitori strategici	49,03	45,76	45,57	73,40	82,40	82,40	27,36	0,00	0,00
Istituzionali italiani	12,46	10,83	9,10	36,20	25,00	22,03	3,65	1,30	1,30
Istituzionali esteri	19,47	28,56	31,98	48,93	71,93	73,00	5,00	7,39	8,80
Azionisti retail	17,84	13,50	12,24	39,44	44,73	28,30	0,95	0,52	0,60
Azioni proprie	1,20	1,35	1,11	10,69	9,55	8,38	0,00	0,00	0,00

<sup>4</sup> 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, banche e compagnie di assicurazione, fondazioni bancarie etc;
- gli azionisti *retail*, che corrispondono al grande pubblico dei piccoli investitori e famiglie imprenditoriali con quote di minoranza;
- ed infine le azioni detenute dalla società stessa, sotto forma di azioni proprie.



La Tabella 1 mostra la quota di partecipazione media, massima e minima detenuta da ciascuna categoria di azionisti nel periodo 2005-2012-2013.

Il grado di concentrazione delle imprese quotate italiane è progressivamente diminuito negli ultimi nove anni. Nel dettaglio, gli azionisti strategici hanno ridotto la loro presenza nel capitale delle società italiane a maggiore capitalizzazione, passando dal 49% del 2005 al 45,5% del 2013<sup>5</sup>.

Da rilevare, inoltre, come il *trend* del valore massimo abbia subito un deciso rialzo nel 2012 (82,4%) a seguito dell'Offerta Pubblica di Acquisto lanciata dalla società francese Lactalis sul capitale sociale di Parmalat. Dato confermato anche nel 2013.

Diversamente, il valore minimo per la stessa categoria di azionisti si è ridotto notevolmente nel periodo di riferimento passando da circa il 27,4% nel 2005 al valore nullo registrato nel 2012 e nel 2013. Tale variazione è derivata dalla presenza nell'indice di una società ad azionariato realmente diffuso, tra i pochi esemplari italiani di *public company*<sup>6</sup>.

Gli investitori istituzionali italiani, che manifestavano una presenza media nel capitale azionario di quasi il 12,5% nel 2005, registrano un calo negli ultimi nove anni attestandosi a poco meno dell'11% nel 2012 e intorno al 9% nel 2013.

Gli azionisti *retail* nel 2013 (12,2%) diminuiscono la quota di propria pertinenza rispetto ai valori rilevati nel 2012 (13,5%)<sup>7</sup>, un calo che si attesta a 5,6 punti percentuali se confrontato con quello del 2005. Una flessione che risente della crisi economica e finanziaria<sup>8</sup> evidenziata anche dall'andamento dell'indice FTSE MIB tra le stagioni assembleari 2005 e 2013 (si veda Grafico 2).

---

<sup>5</sup> Nel 2005 il numero di società quotate inserite nella nostra indagine era di 29, nel campione del 2012 questo numero è salito a 34 società, per poi scendere a 32 nel 2013.

<sup>6</sup> La società a cui si fa riferimento è Prysmian S.p.A.

<sup>7</sup> Depurando la quota di pertinenza di Salini Spa in Impregilo il dato medio si assesta al 12,6%.

<sup>8</sup> Si veda relazione Consob per l'anno 2012.

## Grafico 2

### Andamento indice azionario FTSE MIB

Periodo: giugno 2005 – giugno 2013



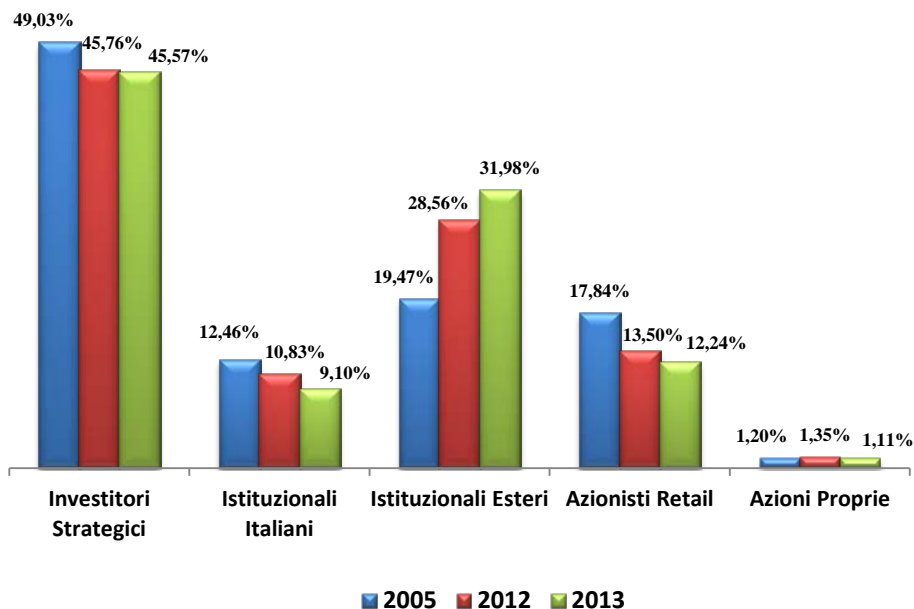
Gli investitori istituzionali esteri mostrano una tendenza opposta rispetto al *Core*: la loro presenza nel capitale azionario è incrementata negli ultimi nove anni, come già evidenziato nel 2012 (28,6%), attestandosi ad una soglia del 32% nel 2013, decisamente in ascesa rispetto al 19,5% raggiunto nel 2005.

I valori massimi per questa categoria, che raggiungono nel 2013 il 73% del capitale, sono sostanzialmente riconducibili alla particolare struttura azionaria della *public company* del campione (Prysmian).

Occorre inoltre sottolineare il *trend* del valore minimo che nel 2013 si assesta intorno all'8,8% del capitale, rispetto al 7,4% del 2012 ed al 5% del 2005. Sintomo questo di una crescente presenza di investitori istituzionali esteri nel capitale delle società quotate italiane.

Si segnala infine, in controtendenza rispetto agli ultimi anni, un leggero calo nel numero di azioni detenute direttamente dalle società emittenti, sotto forma di azioni proprie, che passano dall'1,3% del 2012 a poco più dell'1,1% del 2013.

**Grafico 3**  
**Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB**  
**Confronto 2005-2012-2013**  
 (valore medio % sul capitale sociale)



I movimenti nella compagine azionaria negli ultimi 9 anni dimostrano, a dispetto del contesto economico, un incremento dell'esposizione finanziaria degli investitori istituzionali esteri nel mercato italiano.

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 2013, attraverso il confronto tra le quattro società maggiormente controllate e quelle meno controllate, così come presentato nella Tabella 2.

**Tabella 2****FTSE MIB 2013: Ultime e prime quattro società per peso degli azionisti strategici nella struttura proprietaria (incluse Prysmian e Parmalat)**

Società	Posizioni detenute (valori medi % sul capitale sociale)				
	Investitori strategici	Istituzionali domestici	Istituzionali stranieri	Azionisti retail	Azioni proprie
<b>4 società meno controllate</b> (Prysmian, Azimut, Telecom Italia, Unicredit)	17,95	9,44	53,80	15,16	3,65
<b>4 società più controllate</b> (Parmalat, Salvatore Ferragamo, Enel Green Power, Tod's)	73,13	3,04	17,17	6,63	0,03
<b>Media Emittenti FTSE MIB</b>	<b>45,57</b>	<b>9,10</b>	<b>31,98</b>	<b>12,24</b>	<b>1,11</b>

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 di poco inferiore al 18% (se escludiamo Prysmian il valore salirebbe quasi al 24%).

Sembrirebbe inoltre evidente la maggiore propensione degli investitori istituzionali esteri ad investire in società con una minore concentrazione azionaria. Nello specifico, gli investitori stranieri tendono ad aumentare esponenzialmente (di oltre tre volte) le posizioni detenute nelle quattro società meno controllate rispetto a quelle con un più elevato livello di *Core*, registrando una variazione assoluta pari a 36,6 punti percentuali.

Un discorso analogo può essere fatto per gli investitori istituzionali domestici. La variazione assoluta tra le quattro società maggiormente controllate e quelle in cui la proprietà risulta più dispersa è infatti di circa 6,4 punti percentuali.

Anche gli investitori individuali manifesterebbero la stessa tendenza nel preferire l'investimento in aziende meno dominate dagli strategici. La variazione in

questo caso è di circa 8,5 punti percentuali, decisamente inferiore comunque a quella osservata per gli azionisti esteri.

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 2013: Ultime e prime quattro 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
4 società meno controllate	12,04	68,62	19,34
4 società più controllate	11,32	63,95	24,73
<b>Media Emittenti FTSE MIB</b>	<b>17,07</b>	<b>59,98</b>	<b>22,95</b>

Se confrontiamo i possessi azionari al capitale depurato dalla componente strategica e delle azioni proprie (tabella 3), eliminando dunque gli effetti delle variazioni di tali investitori, notiamo come il comportamento degli istituzionali domestici ed esteri sia tendenzialmente allineato. Infatti, così come gli esteri concentrano gli investimenti sulle società meno controllate, rappresentandone oltre il 68,6% del flottante, anche gli istituzionali domestici incrementano, sia pure in maniera ridotta, il proprio peso sul *free float*<sup>9</sup> delle società meno controllate (dall'11,3% a poco più del 12%). Inoltre, si osserva come l'azionista individuale prediliga decisamente società molto controllate (24,7% rispetto al 19,3%) che almeno apparentemente diano la percezione di una maggiore stabilità di gestione.

<sup>9</sup> Il *free float* ovvero flottante, è quella quota di capitale delle società che esula da quella di pertinenza degli azionisti strategici.

## 1.2 Azionista di controllo

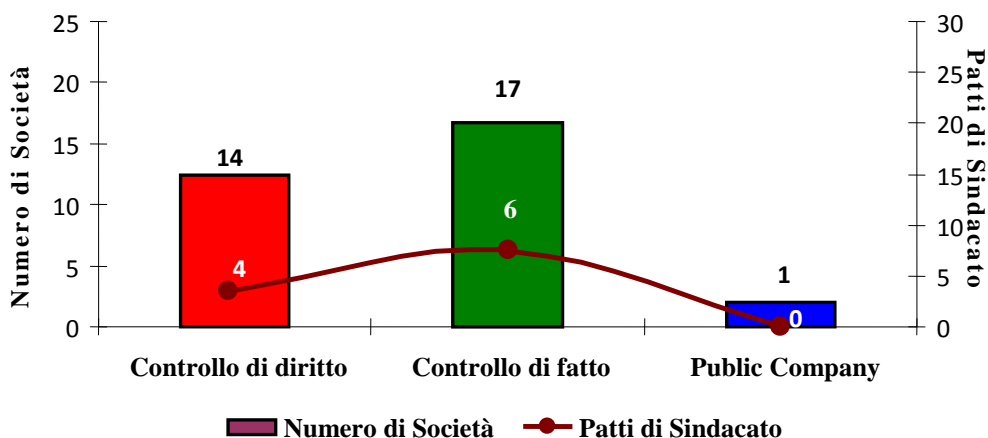
Come evidenziato nel precedente paragrafo, l'assetto proprietario delle maggiori società italiane risulta fortemente concentrato nelle mani di pochi soggetti<sup>10</sup>.

### 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 più del 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 4

#### FTSE MIB 2013: Identificazione del modello di controllo



<sup>10</sup> Una doverosa precisazione è necessaria per quanto riguarda il concetto di Investitore Strategico. Ai fini della presente ricerca per la definizione di tale categoria sono state prese in considerazione anche l'esistenza di partecipazioni incrociate, conflitti di interesse derivanti ad esempio dall'esistenza di accordi commerciali tra le parti, etc.

Come deduciamo dal Grafico 4 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 30% dei casi evidenziati il controllo è garantito attraverso la stipula dei cosiddetti patti parasociali che includono anche sindacati di voto e sindacati di blocco.

Il controllo “di diritto”, invece, rappresenta più del 40% del campione. In questa fattispecie il *Core* detiene saldamente la maggioranza assoluta del capitale ricorrendo, in più di un quarto dei casi, all’utilizzo dei sopramenzionati patti.

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

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

### **2.1 La stagione assembleare 2013**

Il potere degli azionisti si concentra nel momento della partecipazione e del voto in assemblea. Proprio per questo, la seconda parte dello studio prende in esame i dati relativi alla stagione assembleare 2013.

#### **2.1.1 La datazione dell'evento assembleare**

Come prima variabile di analisi, prendiamo in considerazione la collocazione temporale della cosiddetta *proxy season* (Grafico 5).

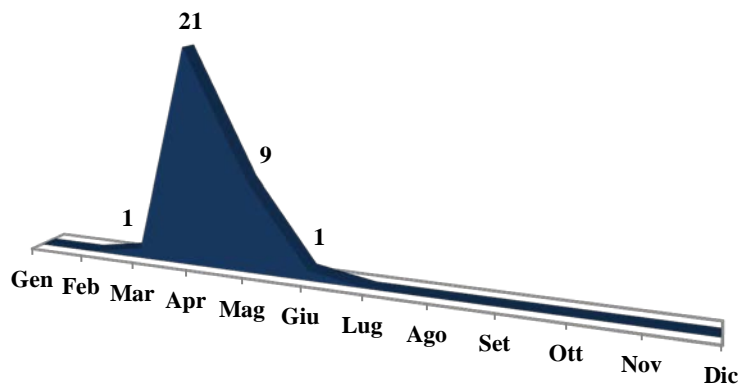
I dati raccolti evidenziano un sovraccarico di assemblee intorno ad un limitato arco temporale, che generalmente si colloca tra la metà e la fine del mese di Aprile.

Infatti, mentre nella stagione assembleare del 2012 le convocazioni si sono equamente divise tra il mese di aprile e quello di maggio, nel 2013 più del 65% delle riunioni è stato convocato tra il 15 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.



**Grafico 5**  
**FTSE MIB: Numero di eventi assembleari per mese**



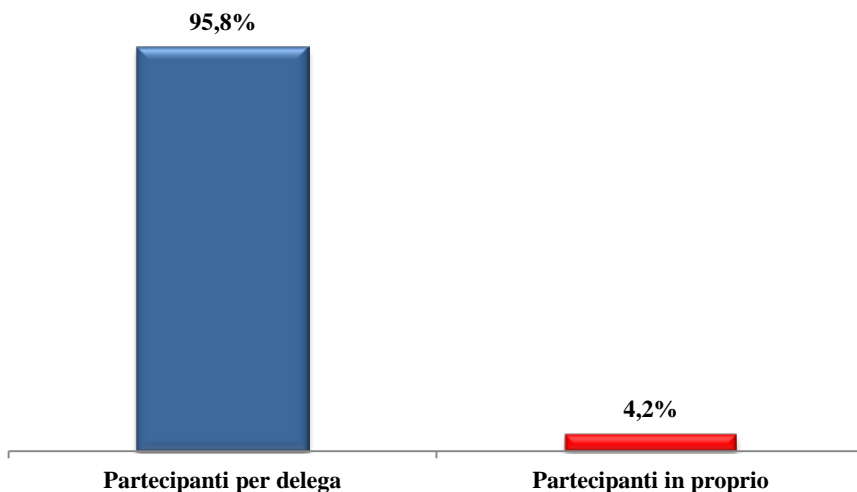
### **2.1.2 La rappresentanza in assemblea**

Da una disamina dei verbali d'assemblea ordinaria del 2013 emerge che il numero totale di azionisti rappresentati in assemblea nel corso dell'anno sia stato di 33.027, con una media di 1.032 azionisti presenti per evento considerato.

Il Grafico 6 dimostra come per quasi il 96% delle azioni presenti in Assemblea il voto sia stato esercitato attraverso il conferimento di deleghe soprattutto con riferimento alla componente azionaria estera.

## Grafico 6

### FTSE MIB 2013: Modalità di partecipazione in assemblea (valore medio)



Un incentivo alla partecipazione degli azionisti *retail*, da sempre diffidenti ad un più attivo *engagement* nella gestione delle società investite, è stato apportato non soltanto dall'introduzione dell'istituto del Rappresentante Designato della società<sup>11</sup>, un soggetto al quale i soci possono conferire la propria delega senza oneri a loro carico, ma soprattutto dalle attività di sollecitazione di deleghe di voto<sup>12</sup>.

#### 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).

---

<sup>11</sup> Ai sensi del nuovo articolo 135-*undecies* del Testo Unico della Finanza (D.lgs. n.58/1998)

<sup>12</sup> Pensiamo all'assemblea degli azionisti di Impregilo del luglio 2012 che, con due sollecitazioni di deleghe di voto promosse, ha visto la partecipazione di oltre 1000 investitori individuali.

Prendendo come riferimento di partenza i risultati del 2005, il dato dell'ultima stagione assembleare evidenzia un deciso incremento: il valore medio registrato nel 2013 arriva quasi al 65,4%, con un incremento superiore a 9,5 punti percentuali rispetto al 2005.

A tal proposito, va sottolineato come, fino al recepimento della Direttiva n. 36/2007/CE avvenuto in Italia con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27 (G.U. 5 marzo 2010) ed applicatasi quindi per la prima volta alle assemblee del 2011, vigeva nell'ordinamento italiano l'obbligo di deposito preventivo delle azioni per l'esercizio del voto.

Il mercato italiano era quindi paventato dagli investitori esteri come uno *shareblocking country*: per esercitare il voto gli investitori avrebbero dovuto rinunciare alla possibilità di trasferire liberamente le azioni nei giorni precedenti l'assemblea. Si preferiva pertanto non votare invece che vincolarsi a non potere cedere le azioni se ce ne fosse stato bisogno.

L'introduzione dell'istituto della *record date*, disciplinata dal nuovo art. 83-sexies del Testo Unico della Finanza (D.lgs. n.58/1998) supera l'obbligo di deposito preventivo delle azioni (vietato appunto dall'art. 7 della Direttiva n. 36/2007/CE) e legittima all'intervento e al voto chi è socio della società sulla base delle evidenze al termine del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Tuttavia nella prassi si verifica che le banche custodi, che raccolgono le istruzioni di voto provenienti dagli azionisti, impongano di fatto lo *share blocking* nei giorni immediatamente precedenti lo svolgimento dell'assemblea. Questa procedura viene giustificata dalle banche custodi adducendo che tale *share blocking* garantirebbe loro una più facile gestione dei processi di identificazione e autorizzazione degli azionisti alla partecipazione assembleare. Ma bisogna notare che, da un lato, questa prassi non rispetta le disposizioni e lo spirito della Direttiva n. 36/2007/CE e dall'altro che essa potrebbe, di nuovo e nonostante l'abrogazione dell'obbligo di deposito preventivo delle azioni, spingere alcuni investitori esteri a disertare l'assemblea, e quindi a non votare, piuttosto che vedere limitata la possibilità di disporre dei propri *stock*.

**Tabella 4****FTSE MIB: Quorum costitutivi assemblea ordinaria dei soci**

Confronto 2005-2012-2013 (valore medio % sul capitale sociale)

Quorum	MEDIA			MAX			MIN		
	2005	2012	2013	2005	2012	2013	2005	2012	2013
Quorum costitutivo raggiunto	55,85	65,35	65,39	86,19	87,27	88,21	34,60	44,99	44,40
Quorum ex azionisti strategici	8,08	20,62	21,15	47,55	56,00	56,26	0,83	4,40	5,20
Intensità di partecipazione del <i>free float</i>	16,15	38,29	39,84	60,07	90,35	71,09	2,63	13,72	13,16

I dati mostrano un aumento della partecipazione assembleare degli azionisti ex strategici<sup>14</sup> di poco più di mezzo punto percentuale rispetto al 2012 e più di 13 punti percentuali rispetto al 2005. Nel 2013, infatti, gli stessi raggiungono quasi il 21,2% del capitale rappresentato in assemblea.

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 32,7%.

Sicuramente quest'ultimo è un dato che stride con quello che è il possesso medio per l'azionista *Core*, oltre il 45,5% e che ancora una volta porta in primo

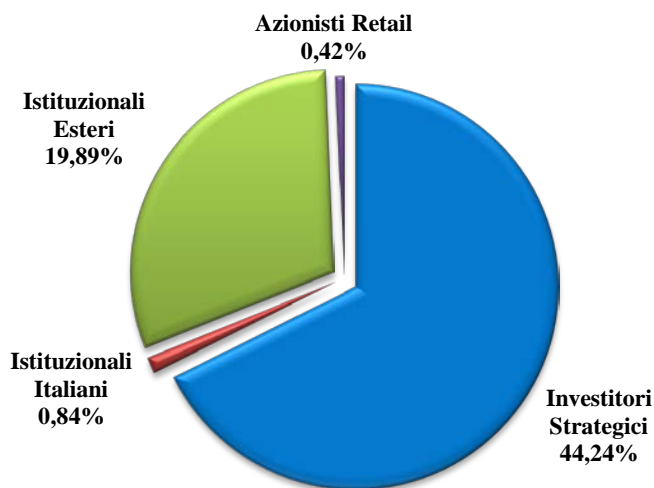
<sup>14</sup> Per "quorum ex strategici" si intende la quota di capitale sociale portata in assemblea cumulativamente da parte degli azionisti di minoranza, ovvero quelle categorie di azionisti diverse rispetto agli azionisti di controllo. Si tratta pertanto di una porzione già contenuta all'interno del quorum costitutivo complessivo evidenziato nella tabella 4 e da esso scorporata per consentirne l'evidenza statistica.

piano le conseguenze di un mercato concentrato, strutturalmente debole e caratterizzato da uno scarso ruolo del mercato dei capitali.

### Grafico 7

#### FTSE MIB: Scomposizione del quorum per categoria di azionisti nel 2013

(valori medi % su capitale sociale)



I dati inerenti il quorum, se scorporati in base alle diverse categorie di azionisti (Grafico 7), riflettono ancora una volta l'elevato grado di concentrazione dell'assetto proprietario delle imprese italiane. Gli azionisti strategici, in media, vedono rappresentato il 44,2% del capitale azionario.

Gli investitori istituzionali, congiuntamente, portano in assemblea il 20,7%, di cui quasi il 96% rappresentato dagli investitori esteri.

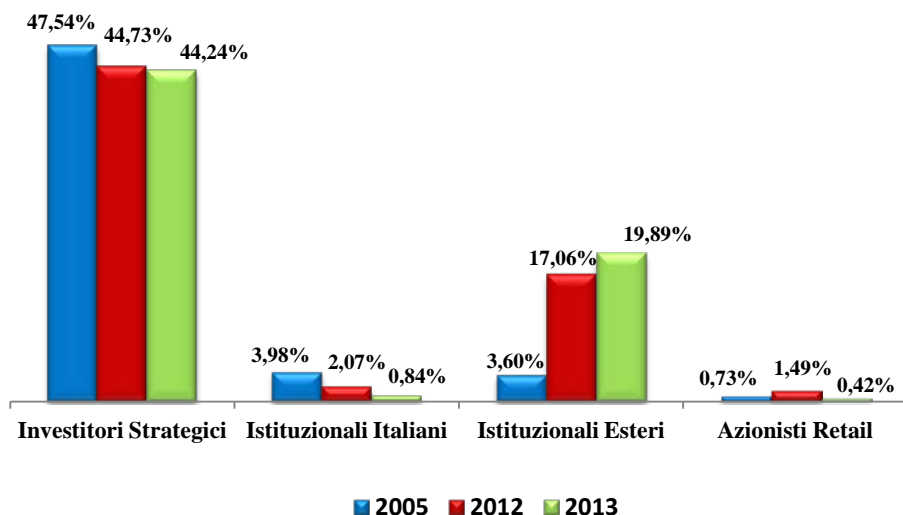
Da registrare un sensibile calo della presenza del segmento *retail*, che, in una stagione assembleare caratterizzata da scarsa attività di sollecitazione di deleghe di voto, si attesta allo 0,4% (rispetto all' 1,5% del 2012).

## Grafico 8

### FTSE MIB: Scomposizione del quorum per categoria di azionisti

(valori medi %)

Confronto 2005-2012-2013



Un confronto con il 2005 rivela un ragguardevole incremento della partecipazione degli azionisti istituzionali esteri, dovuta sia all'aumento delle quote detenute da tali investitori negli ultimi nove anni<sup>15</sup> che all'eliminazione delle problematiche legate all'esercizio del diritto di voto (*share blocking*).

A tale variazione è corrisposta una diminuzione della propensione al voto della compagine istituzionale domestica (dal 3,9% del 2005 al 2% del 2012 fino allo 0,8% del 2013).

Con riferimento al dato *retail*, il sensibile aumento del 2012 riflette la partecipazione nell'assemblea Impregilo dell'azionista Salini con circa il 30% del capitale sociale. Scorporando tale percentuale notiamo che la presenza in assemblea di questa componente si attesta intorno allo 0,7%, mentre nel 2013 si riporta su valori più allineati con poco più dello 0,4% del capitale sociale.

<sup>15</sup> Si veda il Grafico 3.

## 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*<sup>16</sup> (65,95% nel 2013) nonostante si registri un calo di quasi un punto percentuale rispetto al 2012 e di quasi 19,2 punti percentuali rispetto al 2005.

### Tabella 5

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

Confronto 2005-2012-2013 (valore % sul capitale presente)

Categoria di azionisti	Incidenza percentuale								
	MEDIA			MAX			MIN		
	2005	2012	2013	2005	2012	2013	2005	2012	2013
Investitori strategici	85,13	66,90	65,95	98,88	94,40	93,23	49,57	0,00	0,00
Istituzionali italiani	7,14	3,50	1,44	42,87	15,71	15,24	0,00	0,00	0,00
Istituzionali esteri	6,40	27,30	31,85	17,64	83,44	82,18	0,24	0,89	6,69
Azionisti retail	1,33	2,30	0,76	23,25	67,74	8,62	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 7,1% del 2005 si passa al 3,5% del 2012 e all'1,4% del 2013, con una variazione assoluta negativa di 5,7 punti percentuali negli ultimi nove anni. Più incisiva la contrazione nel valore massimo, passata dal 42,9% del 2005 al 15,2% del 2013 (-27,7%).

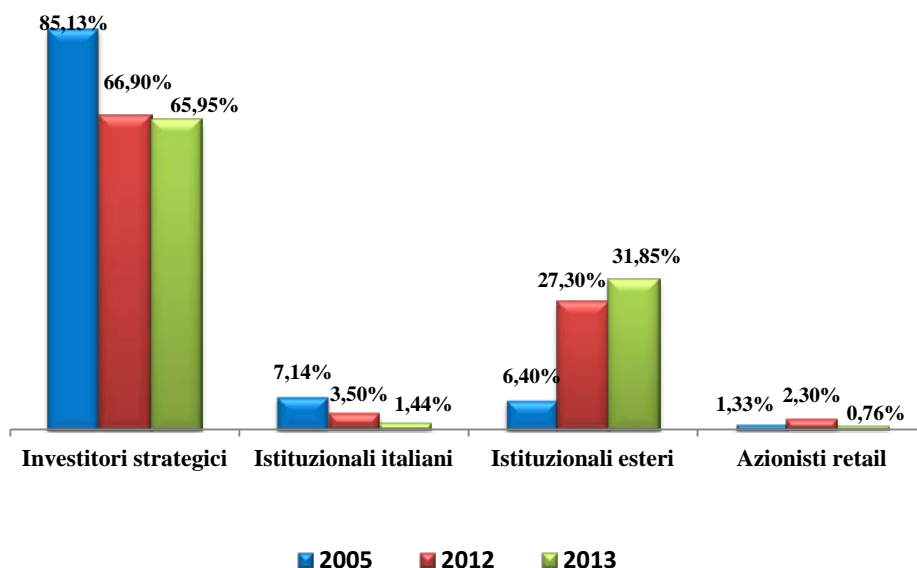
<sup>16</sup> Il *voting power* rappresenta, in termini percentuali, il peso di ciascun azionista durante l'evento assembleare.

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 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 assembleari.

Ovviamente, il peso percentuale degli azionisti strategici sul capitale portato in assemblea nel suo valore minimo risulta pari a zero. Infatti, nell'anno di riferimento 2013, così come nell'anno precedente, si tiene conto di Prysmian, unico esempio di *public company* italiana. Depurando il dato di Prysmian, il valore minimo raggiungerebbe il 39,5% nel 2012 ed il 33,2% nel 2013.

### Grafico 9

**FTSE MIB: Incidenza sul capitale presente in assemblea per categoria di azionisti** (valori medi %)  
**Confronto 2005-2012-2013**



Il Grafico 9 mette in risalto, confrontando le assemblee svolte nelle stagioni assembleari 2005, 2012 e 2013, come al calo di partecipazione degli investitori domestici e del *retail* corrisponda un corrispondente aumento degli investitori esteri.

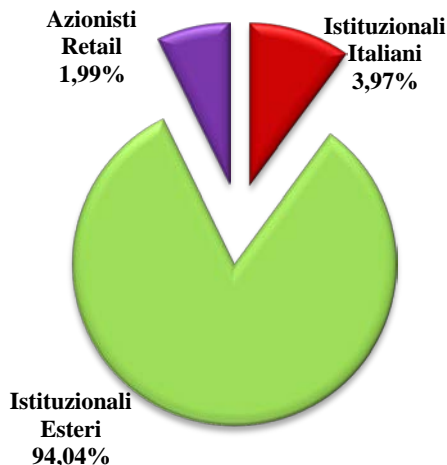


Come rilevato precedentemente, negli ultimi nove anni le flessioni degli investitori italiani, sono state compensate da un sensibile aumento in termini di importanza da parte degli investitori istituzionali esteri. Nello specifico l'incidenza media è incrementata dal 6,4% del 2005 al 27,3% del 2012 ed al 31,8% del 2013. Indubbio il contributo di Prysmian che spinge il valore massimo dal 17,6% del 2005 all'83,4% del 2012 ed all'82,2% del 2013<sup>17</sup>.

I dati minimi rivelano come la componente estera, tra le categorie di azionisti, sia l'unica ad essere sempre rappresentata nelle assemblee italiane.

### Grafico 10

#### FTSE MIB 2013: Incidenza sul flottante in assemblea per categoria di azionisti di minoranza



Se riportiamo i valori della partecipazione di ciascun azionista sul flottante (Grafico 10) si può notare come gli istituzionali esteri da soli detengano in media più dell'94% del *voting power*, confermando una indiscussa leadership tra le *minorities*.

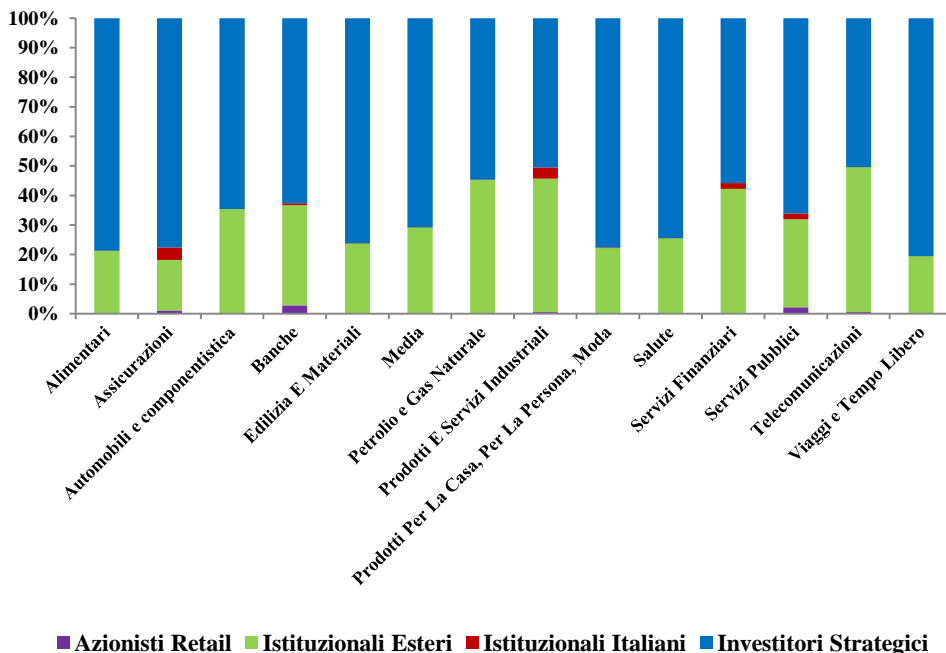
<sup>17</sup> L'assetto proprietario di Prysmian S.p.A vede infatti una predominante componente istituzionale estera, superiore al 70% del capitale sociale.

Si illustra di seguito un'analisi per settore industriale delle 32 società oggetto di ricerca del FTSE MIB 2013 basata sulla nomenclatura utilizzata da Borsa Italiana<sup>18</sup>.

### Grafico 11

#### FTSE MIB 2013: Incidenza delle varie categorie di azionariato per settore industriale

(valori medi %)



Dal Grafico 11 è possibile notare che i 2 settori in cui l'azionariato strategico incide maggiormente in assemblea sono quelli di Viaggi e Tempo Libero (comprendente Lottomatica e Autogrill) e Alimentari (influenzato dall'alta concentrazione del capitale strategico in Parmalat).

<sup>18</sup> In particolare le società sono state raggruppate secondo i seguenti settori industriali:

Alimentari (Campari, Parmalat), Assicurazioni (Fondiarria Sai, Generali, Mediolanum), Automobili e Componentistica (Fiat, Pirelli), Banche (Intesa San Paolo, MPS, Unicredit), Edilizia e Materiali (Buzzi Unicem), Petrolio e Gas Naturale (Eni, Saipem), Prodotti e Servizi Industriali (Ansaldo, Atlantia, Fiat Industrial, Finmeccanica, Prysmian), Prodotti per la Casa, per la Persona, Moda (Luxottica, Salvatore Ferragamo, Tod's), Salute (Diasorin), Servizi Finanziari (Azimut, Exor), Servizi Pubblici (Enel, Enel Green Power, Snam, Terna), Telecomunicazioni (Telecom), Viaggi e Tempo Libero (Autogrill, Lottomatica).

Con riferimento invece agli investitori istituzionali esteri la partecipazione in assemblea incide in misura maggiore nei settori Telecomunicazioni e Petrolio e Gas naturale, mentre risulta più bassa nei settori Assicurazioni e Viaggi e tempo libero.

Gli investitori domestici invece partecipano maggiormente nelle assemblee del settore Assicurazioni a fronte di una quasi totale assenza nei settori Edilizia e Materiali, Media, Salute, Telecomunicazioni.

L'azionariato *retail* fa sentire la sua presenza soprattutto nei settori Banche e Servizi Pubblici mentre risulta quasi del tutto assente nel settore Prodotti per la Casa, per la Persona, Moda.

### 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, 2012 e 2013 è riportata nella Tabella 6.

**Tabella 6**

**FTSE MIB: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti**  
**Confronto 2005-2012-2013** (valore medio %)

Categoria di azionisti	Intensità di partecipazione								
	MEDIA			MAX			MIN		
	2005	2012	2013	2005	2012	2013	2005	2012	2013
Investitori strategici	94,19	98,35	94,46	100,00	100,00	100,00	68,15	0,00	0,00
Istituzionali italiani	31,65	19,08	9,30	99,52	80,39	72,57	0,00	0,00	0,00
Istituzionali esteri	16,03	59,26	62,70	45,48	98,47	90,29	2,96	5,66	14,92
Azionisti retail	2,74	11,01	2,83	28,02	67,74	23,77	0,00	0,00	0,00

Rispetto al 2005 si può aggiungere poco riguardo agli azionisti strategici, i quali, a rigor di logica, portano in assemblea quasi l'intero ammontare di capitale detenuto (mediamente più del 94%, ma con un picco del 98,3% nel 2012).

Il dato medio relativo agli investitori istituzionali domestici risulta sensibilmente diminuito nel 2013, con una variazione assoluta negativa di quasi 9,8 punti percentuali rispetto al 2012 e addirittura di quasi 22,4 punti percentuali rispetto al 2005.

L'intensità media di partecipazione degli azionisti *retail* (circa 2.8%) registra un deciso calo rispetto ai livelli del 2012 (11%), ma in linea con i dati del 2005. Ricordiamo che il dato del 2012 è sicuramente influenzato dal livello di presenze registrato in occasione dell'assemblea di Impregilo.

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 14,9%, 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 investono<sup>19</sup>.

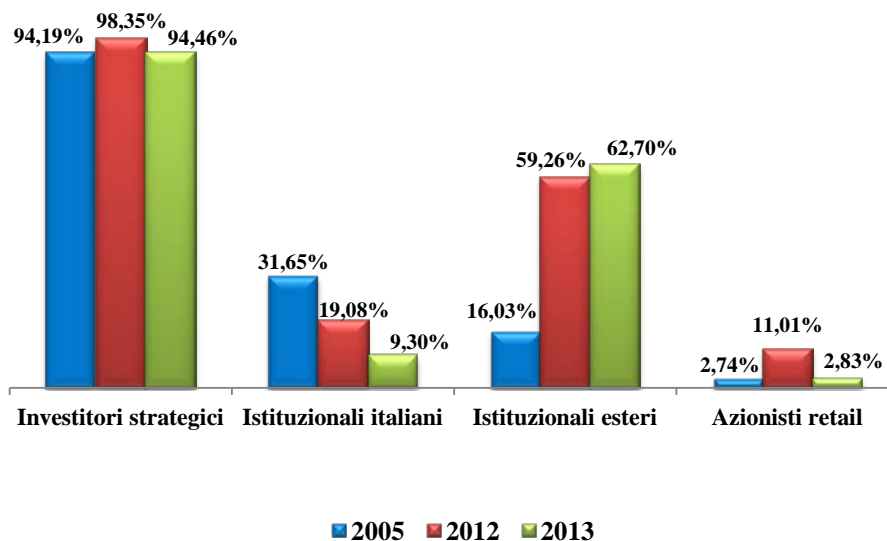
Una visualizzazione dell'intensità media di partecipazione registrata per le diverse categorie di azionisti nel 2005 e nel 2012 viene rappresentata nel Grafico 12.

---

<sup>19</sup> 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 12

### FTSE MIB: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti Confronto 2005-2012-2013

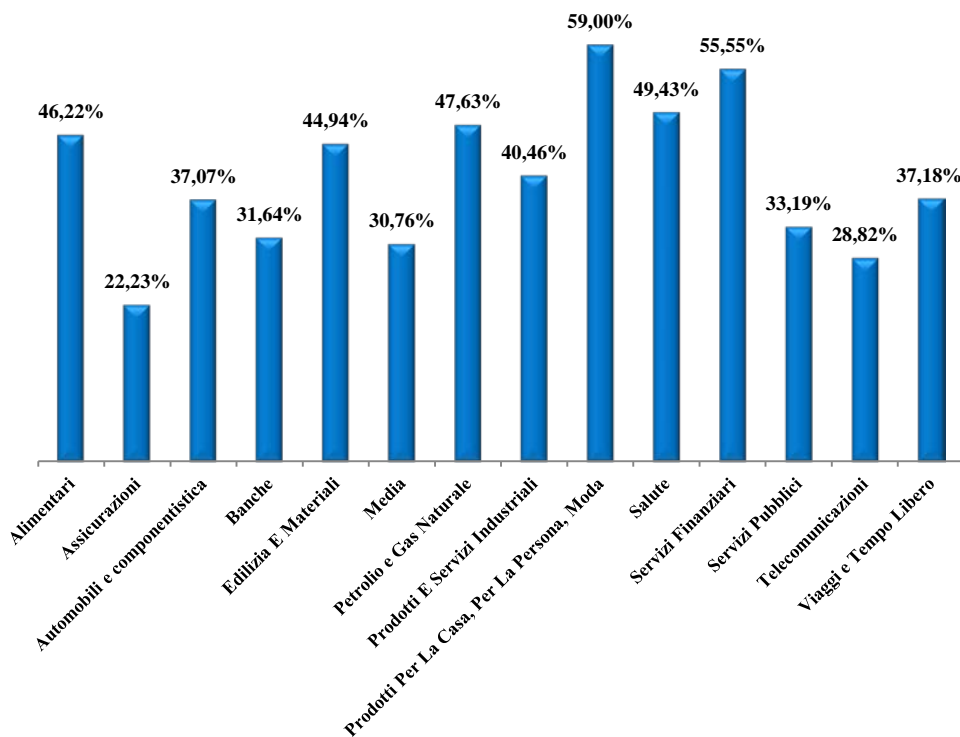


Vale la pena ribadire come la variazione più significativa riguardi la categoria degli istituzionali esteri, la quale vede quasi quadruplicare la propria disposizione al voto rispetto al 2005. In media per ogni 100 azioni detenute dagli investitori stranieri, quasi 63 vengono portate e votate in assemblea.

I cambiamenti negli assetti proprietari che a fronte di un rallentamento degli investitori strategici hanno visto crescere l'importanza degli istituzionali, non sembrano spiegare completamente il dato relativo all'intensità di partecipazione.

Con riferimento all'intensità di partecipazione del *free float* per settore industriale i dati sono stati sintetizzati nel Grafico 13.

**Grafico 13**  
**FTSE MIB 2013: Intensità di partecipazione del *free float* per settore industriale**



Si nota che l'intensità di partecipazione del *free float* sia più alta nei settori Prodotti per la Casa, per la Persona, Moda (59%) e Servizi Finanziari (superiore al 55%) e più bassa nel settore assicurativo dove supera il 22%.

## 2.1.6 Analisi e incidenza della quota di capitale non ammesso al voto e non votante

Il *quorum* costitutivo analizzato sinora comprende quella parte di azionariato che non ha espresso il proprio voto in sede di delibera sul bilancio.

All'interno di questa fattispecie si evidenzia il caso particolare di Banca Monte dei Paschi di Siena, ove l'azionista strategico di riferimento, Fondazione Monte dei Paschi di Siena, è stato ammesso al voto solo per una parte della quota di capitale presente in Assemblea, a seguito dell'applicazione di una norma statutaria<sup>20</sup>.

Scorporando il *quorum* costitutivo con il dato relativo al non votante/non ammesso al voto, si evidenzia un'incidenza del non votante sul capitale sociale pari allo 0,65% con un decremento del *quorum* costitutivo dal 65,39% al 64,7%.

Di seguito due grafici che evidenziano la composizione media del capitale non votante nelle assemblee del FTSE MIB con particolare riferimento alla delibera sul bilancio<sup>21</sup>.

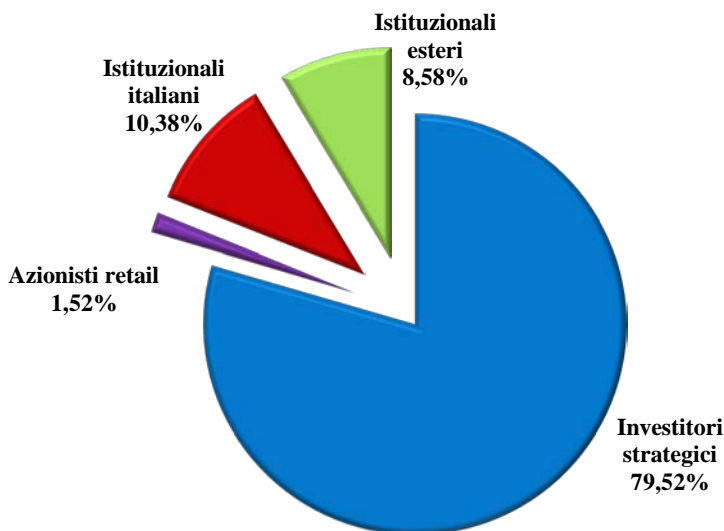
---

<sup>20</sup> Fondazione MPS era presente in assemblea con il 34,17% delle capitale sociale, ma ai sensi dell'art. 14 comma 7 dello Statuto "... *Qualora una fondazione bancaria in sede di assemblea ordinaria, secondo quanto accertato dal presidente dell'assemblea durante lo svolgimento di essa e immediatamente prima del compimento di ciascuna operazione di voto, sia in grado di esercitare, in base alle azioni detenute dai soggetti presenti, il voto che esprime la maggioranza delle azioni presenti e ammesse al voto, il Presidente fa constatare tale situazione ed esclude dal voto la fondazione bancaria, ai fini della deliberazione in occasione della quale sia stata rilevata detta situazione, limitatamente a un numero di azioni che rappresentino la differenza più una azione fra il numero delle azioni ordinarie detenute da detta fondazione e l'ammontare complessivo delle azioni ordinarie detenute da parte dei rimanenti soggetti che siano presenti e ammessi al voto al momento della votazione*".

<sup>21</sup> Nel Grafico 14 si tiene conto della quota di capitale strategico non ammesso al voto nell'assemblea di Banca Monte dei Paschi di Siena. Questa quota, pari al 15,57% del capitale dell'istituto di credito senese, va ad influire in maniera significativa sull'incidenza media della componente strategica sul totale del campione del non votante/ non ammesso al voto. Per Parmalat è stata presa in esame, ai fini dell'analisi, la delibera sulla remunerazione.

## Grafico 14

**FTSE MIB 2013: Scomposizione del capitale sociale non votante/non ammesso al voto per categoria di azionisti con riferimento alla delibera sul bilancio (valore %)**



Il successivo Grafico 15 prende invece in considerazione soltanto la parte di capitale non votante. Dall'analisi dei dati emerge in maniera evidente che nelle delibere di bilancio è soprattutto l'istituzionale italiano, rappresentato per lo più da società di gestione del risparmio, a non votare.<sup>22</sup>

Per quanto riguarda invece la quota di istituzionale estero non votante, il dato è fortemente influenzato dall'assemblea Luxottica<sup>23</sup>, ove il voto non è stato

<sup>22</sup> Le assemblee ove si evidenzia una maggiore percentuale della componente istituzionale italiana non votante su capitale presente sono: Prysmian(1,37%), Fondiaria-Sai(1,04%), Generali Ass. (0,32%), Unicredit (0,24%), Intesa San Paolo (0,18%), Enel (0,16%), Enel Green Power (0,04%).

<sup>23</sup> Senza considerare il capitale non ammesso al voto nell'assemblea MPS e il dato Luxottica, la scomposizione delle categorie di azionisti all'interno del non votante sarebbe così ripartita: Istituzionali italiani (85,62%), Azionisti retail (12,58%), Istituzionali esteri (1,80%).

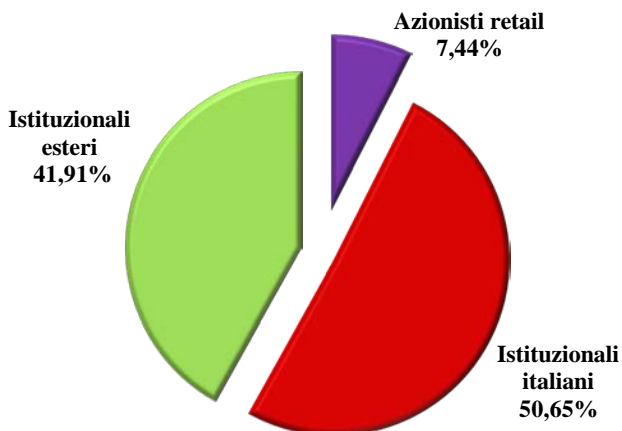


espresso con riferimento alle azioni intestate a Deutsche Bank Trust Company Americas<sup>24</sup>.

### **Grafico 15**

#### **FTSE MIB 2013: Scomposizione del capitale sociale non votante per categoria di azionisti con riferimento alla delibera sul bilancio**

(valore %)



---

<sup>24</sup> Le azioni di cui è intestataria Deutsche Bank Trust Company Americas in Luxottica costituiscono il flottante oggi in circolazione sul mercato finanziario statunitense, tramite l'emissione, da parte della Banca stessa, di un corrispondente numero di ADR (American Depositary Receipt). Di tali azioni, Deutsche Bank Trust Company Americas rilascia delega per l'intervento in assemblea con vincolo di voto in conformità alle Proxy Cards e con indicazione di voto da parte dei possessori di ADR.

### 3. POLITICHE DI REMUNERAZIONE IN ITALIA E VOTO IN ASSEMBLEA

La recente stagione assembleare ha visto, per il secondo anno, un coinvolgimento diretto degli azionisti delle società quotate nella valutazione delle politiche sulla remunerazione dei consiglieri di amministrazione e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche.

Ricordiamo che per effetto dell'art.123-ter del Testo Unico della Finanza (D.lgs. n.58/1998) - introdotto dal D.lgs. n. 259 del 30 dicembre 2010 in recepimento delle Raccomandazioni comunitarie in materia - le società con azioni quotate sono state tenute a pubblicare e presentare all'Assemblea annuale una Relazione sulla remunerazione articolata in due sezioni:

- la prima dedicata alla descrizione della politica adottata per la remunerazione degli amministratori e degli altri dirigenti con responsabilità strategiche, con riferimento almeno all'esercizio successivo a quello di riferimento (*c.d. informazioni ex ante*);
- la seconda dedicata all'illustrazione dei compensi corrisposti, nell'esercizio finanziario di riferimento, ad amministratori, sindaci ed altri dirigenti con responsabilità strategiche (*c.d. informazioni ex post*).

A norma dell'art.123-ter citato, c. 6, gli azionisti sono chiamati a deliberare in senso favorevole o contrario sulla prima sezione della Relazione.

Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione, ancorché non vincolante, può assumere rilevanti effetti reputazionali per le società quotate. Il dissenso nei confronti delle politiche di remunerazione, come in altri mercati finanziari, continua a rappresentare un vero e proprio "warning" nei confronti del *management*, rispetto alla *performance* o alle strategie della società.

Il campione analizzato è circoscritto a 32 delle 40 Società appartenenti all'indice FTSE MIB 2013<sup>25</sup>.

---

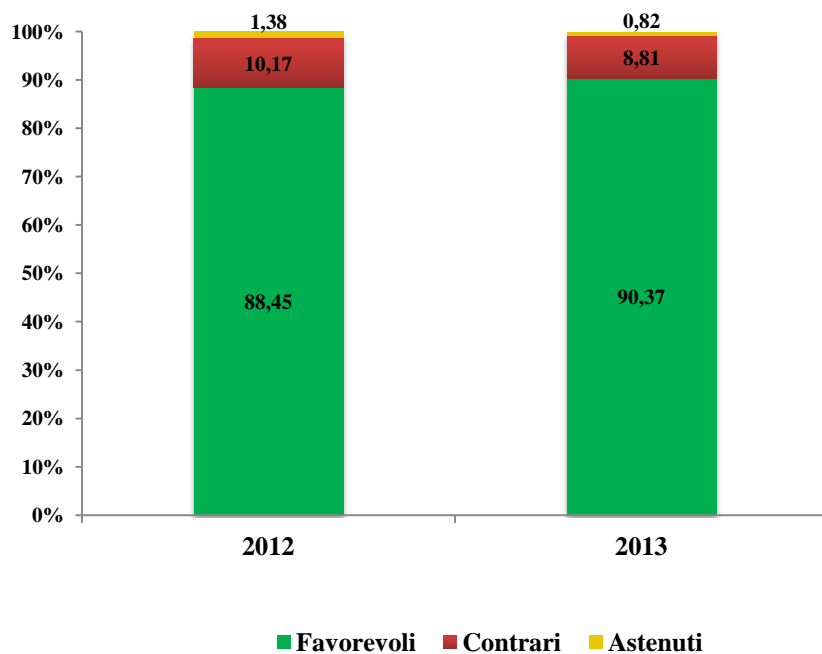
<sup>25</sup> Più precisamente sono state escluse: le società cooperative, quali Banca Popolare di Milano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banco Popolare e UBI Banca; le società di diritto estero, quotate sull'MTA e appartenenti al FTSE MIB (STMicroelectronics e Tenaris); la società Mediobanca, la cui assemblea ordinaria si svolge nel secondo semestre, solitamente nel mese di ottobre; al fine di ottenere due campioni completamente omogenei, non sono stati presi in considerazione i dati di Impregilo (uscita dal FTSE MIB nel 2013) e di Fondiaria-Sai (entrata nel FTSE MIB nel 2013).

## Grafico 16

### Il voto sulla politica di remunerazione

(valore medio % su capitale sociale votante in assemblea)

#### Confronto 2012-2013



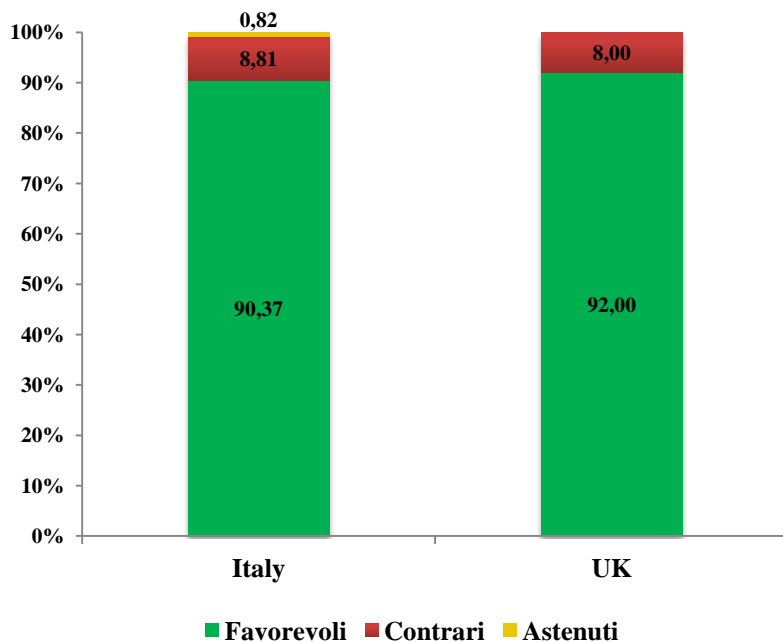
Il Grafico 16 evidenzia un incremento nel supporto degli azionisti rispetto le politiche di remunerazione delle società del campione (+1,92%) a cui corrisponde una diminuzione sia in termini di voti contrari (-1,36%) sia di astensioni (-0,56%).

## Grafico 17

### Il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione

(valore medio % su capitale sociale votante in assemblea)

#### Confronto Italia – UK (2013)



Un rapido confronto con i primi risultati della *proxy season* in UK<sup>26</sup> rivela un sostanziale allineamento con il mercato italiano. Un dato apparentemente confortante.

Infatti, il livello generale di consenso registrato nelle assemblee italiane risente dell'importante contributo dell'azionista strategico, che da solo vale oltre il 67,81% del dato totale (si veda il Grafico 17 relativo ai livelli di incidenza in assemblea) contrariamente al mercato UK, caratterizzato da un'ampia dispersione dell'azionariato<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> ISS – 2013 UK Remuneration Snapshot, June 10<sup>th</sup>.

<sup>27</sup> Per un approfondimento sulle caratteristiche del mercato britannico, cfr. PRENTICE D.D., The United Kingdom, in BRUNO S. – RUGGIERO E., Public Companies and the Role of Shareholders. National Models towards Global Integration, Kluwer Law International, 2011, p. 197 s.

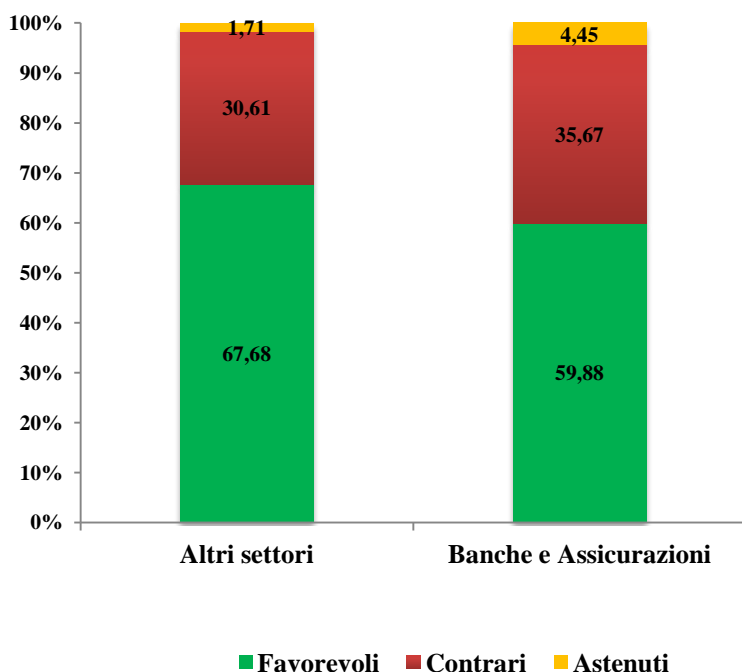
Prendendo come riferimento le raccomandazioni di Banca d'Italia e ISVAP sulle politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario ed assicurativo, un interessante confronto può essere fatto fra il voto medio delle società che rientrano nei sopramenzionati settori<sup>28</sup> e quello di tutte le altre del nostro campione.

### Grafico 18

#### Il voto degli azionisti sulla politica di remunerazione

(valore medio % su capitale sociale votante in assemblea)

#### Confronto “Settore Bancario e Assicurativo – Altri settori”(2013)



Come si evince dal Grafico 18 sopra riportato, nel settore bancario e assicurativo il consenso degli azionisti sulle politiche di remunerazione scende di

<sup>28</sup> Le società del nostro campione che rientrano nel settore bancario e assicurativo sono: Banca Monte dei Paschi, Intesa San Paolo, Banca Mediolanum, Unicredit, Gruppo Generali

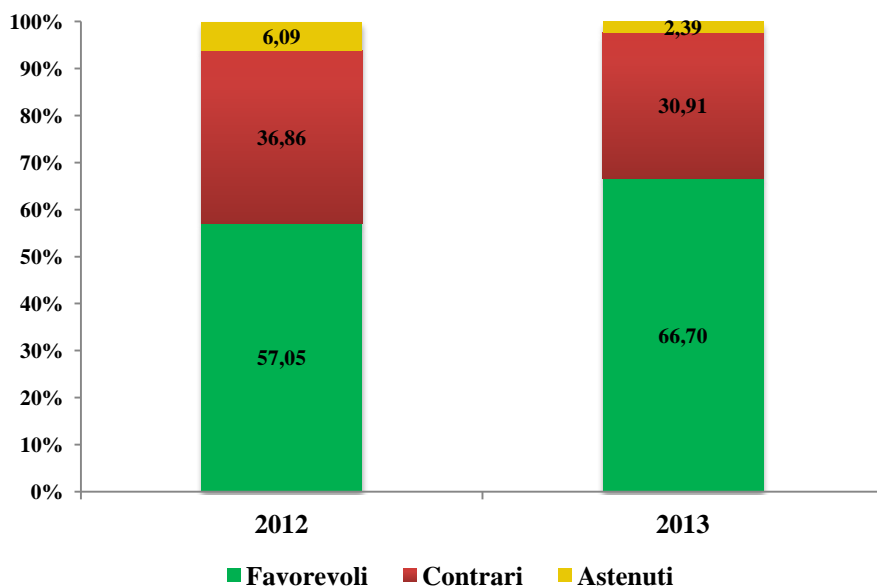
quasi otto punti percentuali rispetto al consenso medio degli altri settori. Aumentano i voti contrari e gli astenuti, rispettivamente del 5% e del 2,7%.

### Grafico 19

#### Il voto degli azionisti di minoranza sulla politica di remunerazione

(valore medio % su capitale sociale votante in assemblea)

#### Confronto 2012-2013

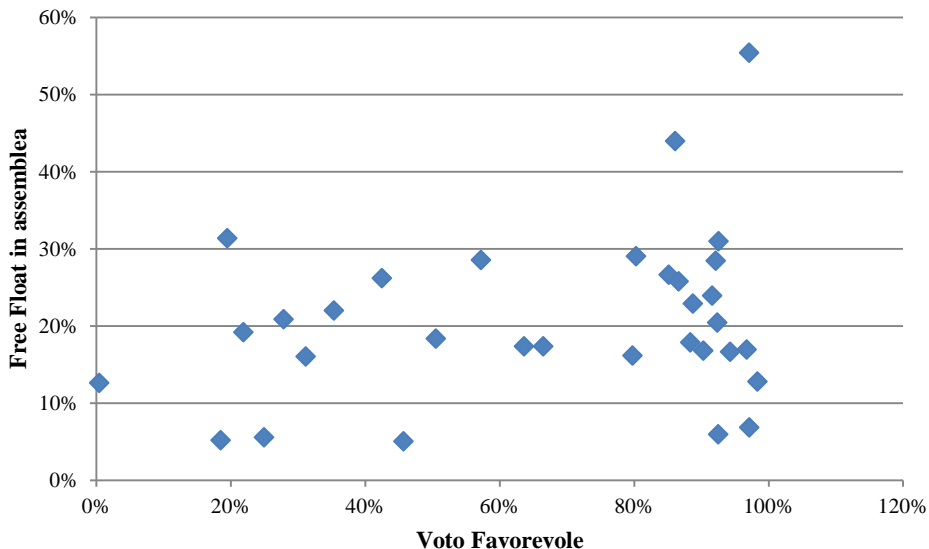


Un'analisi più approfondita che prende in considerazione il solo voto espresso dalle minoranze presenti in assemblea, per lo più investitori istituzionali esteri, evidenzia un deciso aumento nel consenso che passa dal 57% del 2012 al 66,7% del 2013 (Grafico 19).

Non sembra sussistere una relazione tra un'ampia partecipazione del *free float* in assemblea ed un crescente livello di criticità, dovuto proprio alla gestione di un maggior numero di investitori.

## Grafico 20

### La partecipazione degli azionisti di minoranza e il consenso alle politiche di remunerazione.

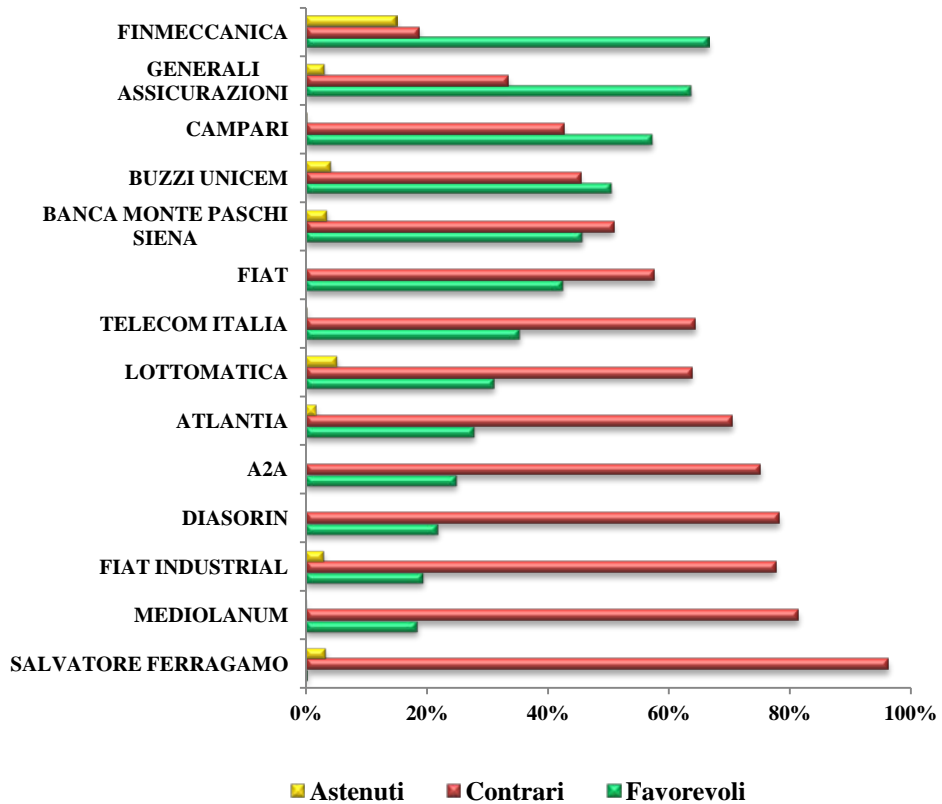


Come si evince dal Grafico 20 sopra riportato, anche in casi di *free float* superiore al 40% del capitale sociale si sono raggiunti livelli di consenso delle politiche di remunerazione molto elevati. In alcuni casi il risultato potrebbe essere legato ad una gestione proattiva del *management* nei confronti degli azionisti di minoranza.

Nel campione analizzato, 14 società su 32 hanno ottenuto un supporto delle minoranze azionarie inferiore all'80%. Almeno 10 società hanno registrato un livello di dissenso superiore al 50% da parte delle minoranze azionarie presenti in assemblea, come evidenziato nel Grafico 21 di seguito riportato. In almeno due casi tale dissenso ha superato addirittura l'80%, segno di una netta opposizione alle politiche di remunerazione delle società partecipate.

## Grafico 21

**Il voto favorevole degli azionisti di minoranza sulla politica di remunerazione**  
(società con consenso inferiore all'80% del capitale sociale votante in assemblea)





### 3.1. Voto sulle politiche di remunerazione e azionisti di minoranza

Il secondo anno di applicazione del voto sulle politiche di remunerazione in Italia ha ancora una volta messo in luce l'importanza della posizione espressa dalle minoranze nelle assemblee delle società quotate, con particolare riferimento agli investitori istituzionali esteri, più importanti rispetto a tutte le altre categorie di azionisti sia sotto un profilo di esposizione finanziaria che di attivismo assembleare.

La suddivisione della percentuale di voti favorevoli/contrari espressi dalle minoranze azionarie rispetto alla relazione sulla remunerazione, ci permette di individuare tre *cluster*:

- un primo gruppo, nel quale rientrano n. 11 società rispetto al quale le minoranze hanno espresso un voto favorevole, in una percentuale superiore al 90% dei voti espressi;
- un gruppo intermedio riguardante n. 6 società, con percentuali oscillanti tra il 80% - 90% dei voti favorevoli;
- un terzo gruppo di n. 15 società rispetto alle quali le minoranze hanno espresso un orientamento negativo, con percentuali di voto favorevole inferiore all'80%. In almeno 8 casi il supporto è stato inferiore al 40%.

L'alto livello di dissenso registrato per alcune società testimonia un certo grado di disallineamento tra le pratiche adottate in Italia e gli *standard* internazionali alla base delle politiche di voto degli stessi investitori.

La presenza di indennità di fine rapporto per Amministratori delegati, superiori a 24 mesi rappresenta, come nel 2012, una delle principali motivazioni alla base del voto negativo delle minoranze azionarie.

**II. DIRETTIVA N.36/2007/CE E ASSEMBLEE ITALIANE.  
IL VOTO VINCOLANTE SULLE POLITICHE DI  
REMUNERAZIONE IN UK**

**SABRINA BRUNO**

## 1.EFFETTI DELLA DIRETTIVA N. 36/2007/CE SULLE ASSEMBLEE ITALIANE 2011-2013

I dati relativi alle assemblee tenutesi in Italia nel 2011, 2012 e 2013, dopo il recepimento della Direttiva n. 36/2007/CE avvenuto con il d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 27 (G.U. 5 marzo 2010), dimostrano che il legislatore comunitario è riuscito nell'intento di rivitalizzare il ruolo dell'assemblea ed aumentare la *voice* degli azionisti di minoranza superando perciò il "luogo comune dell'inutilità dell'assemblea"<sup>29</sup>.

In particolare, il fulcro della nuova disciplina (*record date* e liberalizzazione delle deleghe di voto), ha effettivamente consentito una maggiore marcata partecipazione al voto assembleare sia da parte degli investitori istituzionali, principali destinatari dei vantaggi discendenti dalla *record date*, sia dei piccoli azionisti, principali beneficiari invece della liberalizzazione della sollecitazione delle deleghe di voto.

Il risultato è che la partecipazione in assemblea non è mai stata così elevata nel nostro paese. Nel 2011 il *quorum* costitutivo registrato è stato in media il 61,7% del capitale sociale, in aumento perciò del 9,45% rispetto all'anno precedente; nel 2012 è stato ancora superiore, raggiungendo il 65,35% e questa stessa percentuale si è avuta nel 2013 (65,39%). Il voto degli investitori istituzionali stranieri è più che raddoppiato nel 2011 rispetto all'anno precedente, in linea con gli obiettivi della Direttiva n. 36/2007/CE che voleva potenziare in particolare il voto transfrontaliero.

Difatti, tra gli azionisti di minoranza, sono gli investitori istituzionali stranieri che detengono il primato per percentuale di partecipazione in assemblea raggiungendo nel 2012 la media del 17,06%, superata nel 2013 per arrivare al 19,89% (peraltro dai dati minimi di partecipazione, riportati in questo studio nelle pagine precedenti, risulta che essi sono anche gli unici ad essere sempre rappresentati nelle assemblee). Gli azionisti *retail* avevano più che raddoppiato il *quorum* nel 2011 rispetto all'anno precedente, rappresentando l'1,21%, l'1,49% nel 2012 per poi scendere allo 0,42% nel 2013: in definitiva i numeri dei piccoli risparmiatori sono ancora minimi. La partecipazione degli investitori istituzionali italiani invece è diminuita anche se di pochissimi punti nel 2011, raggiungendo l'1,89%; è invece salita al 2,07% nel 2012 per poi scendere nel 2013 allo 0,84%.

---

<sup>29</sup> L'espressione è di VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, p. 366. Per un approfondimento sulla Direttiva n. 36/2007/CE e sul suo recepimento in Italia: cfr. BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*, CEDAM, 2012, p. 232 s.

Il primato spetta sempre agli investitori istituzionali esteri, tra gli azionisti di minoranza, se si guarda la media dei voti esercitati nelle assemblee: se si considerano i dati del 2013, diminuiscono i voti degli azionisti *retail* e degli investitori istituzionali domestici ed invece aumentano quelli degli investitori esteri che raggiungono la media del 31,85% (nel 2012 era stata del 27,30%). Se si misura quindi l'esercizio del voto espresso dalle sole azioni che costituiscono il flottante, ci si rende che il *voting power* degli investitori istituzionali stranieri è stato pari nel 2013 al 94,04%: tra gli azionisti di minoranza non può che essere attribuito ad essi il ruolo predominante nell'espressione della *voice*. In media, per ogni 100 azioni detenute dagli investitori esteri, più di 60 vengono votate in assemblea.

Dopo il recepimento della Direttiva n. 36/2007/CE, abbiamo assistito ad assemblee dai numeri da *record*: si pensi all'assemblea del 2011 di Prysmian, che ha raggiunto come quorum costitutivo il 47% del capitale sociale, senza la partecipazione degli azionisti di controllo; o all'assemblea di Telecom del 2011 in cui il quorum è stato del 50,1%, numero mai raggiunto in precedenza, quasi il doppio dell'anno precedente.

Perciò, una semplice modifica tecnico-procedurale, la *record date*, ha decisamente incrementato la partecipazione delle minoranze ben rappresentate dagli investitori istituzionali esteri.

Inoltre si sono finalmente avute le prime sollecitazioni del voto: si pensi che la disciplina della sollecitazione, prevista nel Testo Unico della Finanza sin dal 1998, non era mai stata utilizzata in Italia in dodici anni di vita, mentre solo nel 2011 ci sono state sette sollecitazioni.

Sicuramente dunque emerge un aumento della vitalità delle assemblee ma anche del confronto e del dissenso da parte delle minoranze. I dati presentati nelle pagine precedenti mostrano che le minoranze puntano la loro attenzione su alcune materie chiave: la principale è la relazione sulla remunerazione; anche se si tratta di delibera non vincolante, il voto contrario ha raggiunto in alcune società quasi il 90% delle minoranze e gli investitori istituzionali stranieri sono stati i protagonisti su questo argomento.

Bisogna certo sottolineare che, nonostante il voto contrario delle minoranze rappresentate dagli investitori istituzionali estere, le delibere sulla remunerazione sono state comunque approvate dall'assemblea grazie al voto favorevole del socio di controllo però si è notato, confrontando i dati del 2012 con quelli del 2013, che è aumentato decisamente il consenso da parte degli investitori istituzionali esteri (si è passati dal 56,9 del 2012 al 66,7 del 2013). Questo dato non denota un aumento del

conformismo da parte degli investitori istituzionali stranieri quanto invece un miglioramento nella formulazione delle politiche di remunerazione da parte degli emittenti al fine di incontrare il voto favorevole degli investitori esteri, ciò che realizza pienamente il principale effetto del voto consultivo.

Se il voto non vincolante non fosse tenuto in considerazione dagli emittenti sarebbe inutile la sua previsione da parte del legislatore. In alcune società, da un anno all'altro, si sono verificate infatti modifiche nel disegno della politica di remunerazione per tenere conto del voto di dissenso espresso nell'anno precedente. Perciò il voto di dissenso, anche se seguito dall'approvazione della delibera (comunque non vincolante) da parte del socio di riferimento, ha innescato un comportamento virtuoso da parte degli emittenti (salvo qualche eccezione).

L'altra materia chiave di intervento da parte delle minoranze azionarie è stata la nomina delle cariche sociali: su questo punto hanno primeggiato gli investitori istituzionali italiani le cui liste nel 2012 sono state votate in massa dagli altri investitori istituzionali.

Peraltro, grazie all'intervento delle minoranze, si assiste non solo ad una manifestazione del dissenso ma anche ad un potenziale aumento della contendibilità degli assetti proprietari laddove il controllo sia di fatto *ex art.* 2359 c.c.: si pensi alle due assemblee di Telecom del 2011 e del 2012 in cui, per le prime volte, il socio di maggioranza ha totalizzato una percentuale di voti non lontana da quella raggiunta dagli investitori istituzionali proprio perché quest'ultimi hanno partecipato e votato molto più che in passato.

Queste prime tre stagioni assembleari smentiscono, a mio avviso, i timori paventati a proposito della *record date*<sup>30</sup>. Si era predetta una monetizzazione del voto a ridosso dell'assemblea ed inoltre un'ulteriore radicalizzazione del potere decisorio in capo agli azionisti di controllo e fuori dalla dialettica assembleare. Si è sostenuto infatti che la *record date* in pratica, avrebbe accresciuto la negoziazione e monetizzazione del voto da parte del legittimato a votare secondo *record date*, non più socio: e questa negoziazione sarebbe stata più remunerativa se esercitata "in favore del nucleo stabile degli azionisti, soprattutto qualora permetta loro di consolidare definitivamente la maggioranza per governare l'assemblea"<sup>31</sup>. In realtà,

---

<sup>30</sup> Cfr. per un approfondimento sulla *record date*, cfr. BRUNO S., *ibidem*, p. 232 s. 249 s., 267 s.

<sup>31</sup> Secondo GUIZZI G., *op.cit.*, p. 6 s. Più in generale l'A. scriveva che il recepimento della Direttiva n. 37/2006/CE avrebbe offerto "un apporto molto ridotto alla possibilità di accrescere la propensione alla partecipazione all'assemblea anche di quegli azionisti che sono tendenzialmente apatici [...] e soprattutto alla possibilità di incrementare la loro propensione ad esercitare i diritti di *voice* ai fini di concorrere alle scelte che attengono al "governo" della società", *ibidem*, p. 11. Ma i dati sopra riportati smentiscono questo pronostico e queste valutazioni.

ciò non risulta essersi verificato e peraltro, dati gli assetti proprietari italiani ed il *voting power* detenuto dagli azionisti di riferimento nelle nostre assemblee, non mi sembra logico prevedere o addirittura presumere una tale condotta: la maggioranza degli azionisti di controllo è già stabile e non ha bisogno di negoziare e quindi pagare per ottenere dei voti a loro favore.

Peraltro non esiste prova che la *record date* consenta oppure incentivi la monetizzazione del voto, né relativamente alle nostre assemblee, né a quelle dei paesi che stabiliscono la data in maggiore prossimità della riunione assembleare (quali la Gran Bretagna, in cui la *record date* è stabilita a 48 ore, anziché a 7 giorni prima dell'adunanza come in Italia). In ogni caso, pur ammettendo che una negoziazione possa avvenire da parte del socio legittimato al voto secondo *record date*, non mi sembra logico presumere che essa si concluda necessariamente a favore degli azionisti di controllo; è più probabile semmai che nel nostro paese siano gli azionisti di minoranza, e cioè gli investitori istituzionali, ad attivarsi affinché la negoziazione per l'esercizio del voto avvenga a loro favore al fine di rafforzare il proprio *voting power*. Sono gli azionisti di minoranza, e non gli azionisti di controllo, che avrebbero il massimo interesse a rafforzare il *voting power* e, verosimilmente, potrebbero negoziare il voto in questo senso.

Si è anche molto temuto che la liberalizzazione della disciplina delle deleghe di voto potesse contribuire a radicalizzare il potere decisionale del socio di controllo, considerando la possibilità di concedere la delega di voto, sia a membri dell'organo di gestione e di controllo, che al rappresentante designato dalla società di cui all'art. 135-*undecies* d.lgs. n. 58/1998<sup>32</sup>. Effettivamente in linea teorica è vero che, nonostante l'obbligo di legge di conferire istruzioni di voto vincolanti da parte del socio, è inevitabile un margine di discrezionalità da parte del delegato nella determinazione del voto. Inoltre, data la mancanza di una previsione di un vizio del voto e dell'impugnabilità della delibera nel caso di esercizio in difformità rispetto alle istruzioni, è effettivamente possibile che il pericolo di radicalizzazione del potere dei soci di comando si concretizzi<sup>33</sup>. Ma, da queste prime assemblee, risulta che non ci siano state deleghe conferite a membri dell'organo di amministrazione e controllo: le deleghe sono state per lo più conferite ad altri azionisti oppure, in rarissimi casi, al rappresentante designato.

Per quanto riguarda le sollecitazioni delle deleghe di voto risulta che i promotori siano stati gli emittenti, oppure alcuni azionisti. Da questo punto di vista

---

<sup>32</sup> *Ibidem*, p. 9 s.

<sup>33</sup> *Ibidem*. Peraltro i principi generali in tema di rappresentanza, come ben spiega l'A. (*ibidem*, p. 10 ove *riff.*), non consentono di sostenere tale impugnabilità nel silenzio del legislatore speciale in quanto il voto assume rilevanza nei termini di "atto giuridico" sicché è inapplicabile la disciplina prevista per gli atti negoziali.

bisogna considerare che nella sollecitazione delle deleghe di voto esiste una posizione asimmetrica tra emittente o socio di controllo/promotore da un lato e azionisti di minoranza/promotori dall'altro, se consideriamo la diffusione delle informazioni: è verosimile prevedere l'esercizio di un'influenza maggiore da parte dell'emittente nei confronti dei vari soci. E nel caso in cui ci fossero in contemporanea più di una sollecitazione di deleghe<sup>34</sup>, cioè in presenza di *proxy fights* all'italiana, per conto dell'emittente o socio di controllo da un lato e soci di minoranza dall'altro è lampante che il socio di controllo, attraverso la società, e cioè i suoi amministratori e *managers*, sarebbe molto più avvantaggiato, rispetto agli altri promotori – soci: si pensi alle maggiori informazioni a disposizione, alla possibilità di contatto con gli azionisti, alle maggiori risorse economiche spendibili per realizzare questi contatti e portarli a buon fine, sensibilizzando l'esercizio del voto in una certa direzione.

Fare una sollecitazione è dispendioso e non sono molti gli azionisti di minoranza in grado di potere affrontarne i costi con il rischio comunque di essere in una posizione svantaggiata rispetto al socio di controllo, sia in termini di accesso alle informazioni che di risorse economiche (le sollecitazioni iniziate in questi primi due anni da piccoli azionisti si sono ad un certo punto arenate: in parte si trattava di disturbatori in cerca di pubblicità, ma comunque la disparità di posizione era evidentemente lampante).

Per quanto riguarda la diffusione delle informazioni comunque spetterà alla Consob vigilare al meglio nel corso delle sollecitazioni di voto, nonostante l'abrogata autorizzazione preventiva del prospetto e del modulo di delega<sup>35</sup>, precedentemente prevista, anche al fine di verificare il ricorrere dei presupposti di responsabilità di cui all'art. 143 d.lgs. n. 58/1998 nel caso di informazioni diffuse ma "non idonee a consentire all'azionista di esprimere una decisione consapevole". Della completezza delle informazioni è dichiarato responsabile il promotore e la disciplina prevede l'inversione dell'onere della prova a favore degli azionisti, per cui spetterà al promotore dimostrare di avere agito con la diligenza richiesta<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Si pensi che in una delle prime assemblee tenute in Italia nel 2011 dopo il recepimento della Direttiva n. 36/2007, quella della società Cape Live ci sono state tre sollecitazioni di deleghe di voto in contemporanea (assemblea del 10 febbraio 2011). È stata la prima volta che ciò è accaduto per un'assemblea di società italiane. Con la nuova disciplina, come detto, la sollecitazione del voto ora è più facile: chiunque può contattare i soci (diritto di accesso), ricevendo le informazioni necessarie, e chiedere/sensibilizzare il voto. Certo la procedura non è senza costi: la decisione di iniziare una sollecitazione dipenderà dall'ammontare di azioni detenute, secondo considerazioni di costi/benefici.

<sup>35</sup> Cfr. art. 138 c.1 d.lgs. n. 58/1998 secondo cui la sollecitazione è effettuata dal promotore mediante diffusione di un prospetto e di un modulo di delega.

<sup>36</sup> Per un approfondimento, cfr. BRUNO S., *op.cit.*, p. 249 s.

Un'altra notazione da fare riguarda il ruolo dei *proxy advisors* nell'esercizio del voto degli investitori istituzionali in particolare stranieri, che ha origine nel meccanismo di voto degli investitori istituzionali: siccome questi in generale detengono un portafoglio diversificato in vari paesi, il voto viene esercitato dai gestori per lo più in maniera standardizzata, sulla base delle *best practices* internazionali in materia di *governance* stabilite dai *proxy advisors*. La Direttiva n. 37/2006 non ha semplificato, né invero disciplinato la catena del voto che quindi mantiene tutta la sua complessità<sup>37</sup>.

Ma è certo che il potere dei *proxy advisors* cresce notevolmente con il crescere della presenza degli investitori istituzionali, specie stranieri, negli assetti proprietari: spesso la loro metodologia di valutazione rispetto al voto da esercitare non prende in considerazione le caratteristiche specifiche delle singole società ma, piuttosto astrattamente, applica *standards* internazionali.

Peraltro può esistere un problema di meritevolezza delle decisioni di voto prese in ragione dei potenziali conflitti di interesse allorché, come spesso accade non essendo la materia ancora regolamentata, i *proxy advisors* siano al contempo anche consulenti in materia di *corporate governance* sia della società che dei suoi investitori, oppure agiscano per sollecitare i voti su proposta dei loro clienti, oppure per esercitare il voto per conto degli azionisti. Il rischio è che potrebbe mancare oggettività nelle raccomandazioni di voto rilasciate.

Un altro problema è la mancanza di concorrenza a livello internazionale, essendo ancora pochissime queste società, con il conseguente acuirsi del rischio di conflitti di interesse<sup>38</sup>. Per quanto riguarda i *proxy advisors*, secondo i risultati presentati nel *Final Report* dell'ESMA, si è scelto di non intervenire con una disciplina di legge comunitaria o nazionale; la soluzione presentata è stata quella di attendere l'emanazione di un Codice di Condotta da parte della stessa industria dei *proxy advisors*. Il Codice di Condotta dovrà occuparsi in particolare di: conflitti di interesse (identificazione, trasparenza e gestione) e trasparenza sui metodi, analitici o meno seguiti nel formulare le raccomandazioni di voto<sup>39</sup>. Solo dopo l'emanazione ed applicazione del Codice di Condotta potrà valutarsi se l'approccio della materia con *soft law* sia adeguato.

---

<sup>37</sup> Ibidem, p. 256 s. ed inoltre ECKBO B.E. – PAONE G. – URHEIM R., Efficiency of Share-Voting Systems: Report on Italy, in <http://ssrn.com/abstract=1431733>.

<sup>38</sup> Cfr. SANTELLA P. – BAFFI E. – DRAGO C. – LATTUCA D., A Comparative Analysis of the Legal Obstacles to Institutional Investor Activism in the EU and in the US, in <http://ssrn.com/abstract=1137491>, 2008, p. 53, 54 : gli A. mostrano come negli Stati Uniti sia emersa una maggiore uniformità di voto da parte degli investitori istituzionali che in Europa e ciò potrebbe essere spiegato considerando che il ricorso ai *voting advisors* sia più frequente in quel mercato finanziario che nei nostri. Viene inoltre spiegato che negli USA i *voting advisors* cui le società ricorrono più frequentemente siano soltanto due, RREV e ISS.

<sup>39</sup> Cfr. ESMA, Final Report. Feedback statement on the consultation regarding the role of proxy advisory industry, 19 February 2013|ESMA/2013/84.



Infine un altro aspetto degno di nota riguarda la catena ed il meccanismo di esercizio del voto con riferimento alla registrazione: il nostro ordinamento rientra nel sistema di registrazione *indiretto* degli azionisti, tale per cui gli azionisti possono aprire posizioni presso la società di gestione accentrata (la Monte Titoli S.p.a.) non direttamente ma solo tramite intermediari finanziari (per lo più banche) *ex art. 83-quater* d.lgs. n. 58/1998<sup>40</sup>. Per questa ragione è l'intermediario che deve trasmettere all'emittente la certificazione dei legittimati all'intervento e all'esercizio del voto *ex artt. 83-sexies* e *83-novies* d.lgs. n. 58/1998.

Come riportato nella ricerca nelle pagine precedenti, nella prassi è purtroppo emerso che una sorta di *share blocking* venga ancora applicata di fatto da alcuni intermediari (in particolare le banche custodi) nei giorni immediatamente precedenti lo svolgimento dell'assemblea, motivandolo con l'esigenza di realizzare procedure tecniche di verifica della richiesta di partecipazione (identificazione ed autorizzazione) e di istruzione del voto.

A questo proposito, da un lato, emerge come un sistema di registrazione diretto dell'azionista presso la società di gestione accentrata, da prevedersi con una modifica legislativa, anziché indiretto, semplificherebbe di molto la catena del voto, riducendo i tempi di comunicazione tra emittente ed azionista in senso bidirezionale, dall'altro che se questa prassi venisse confermata sarebbe in contrasto con lo spirito e le disposizioni della Direttiva n. 36/2007/CE e potrebbe vanificare l'effetto dell'abrogazione dell'obbligo di deposito preventivo delle azioni. Peraltro questo aspetto di natura tecnica smentisce ulteriormente le preoccupazioni di certa dottrina circa la scissione tra titolarità e legittimazione azionaria, conseguente alla *record date* allorché si verificasse che il legittimato trasferisse, prima dell'assemblea, le azioni ed esercitasse comunque il voto<sup>41</sup>: nella realtà ciò non esiste prova che sia accaduto e lo *share blocking*, di fatto praticato da alcune banche custodi, testimonia che ciò non potrebbe materialmente neanche accadere.

Per sintetizzare, i principali aspetti positivi e le principali problematiche che, secondo la ricerca, emergono dalle prime applicazioni della Direttiva nelle assemblee delle società quotate italiane sono:

1. un aumento della partecipazione e del voto degli investitori istituzionali in particolare esteri;
2. la regolare funzionalità della *record date* che non ha generato comportamenti di monetizzazione del voto o altri effetti distorsivi nel suo esercizio;

---

<sup>40</sup> Per approfondimento, cfr. BRUNO S., *op.cit.*, p. 257 s. ove riff.

<sup>41</sup> Sulla dottrina in materia di *record date*: *ibidem*, p. 238 s.

3. il contributo virtuoso generato dal voto (seppur consultivo) espresso dagli investitori esteri a favore di un miglioramento nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori;
4. l'asimmetria di posizioni nel corso della sollecitazione delle deleghe, confrontando il socio di controllo o emittente/promotore da un lato e altri soci/promotori dall'altro, punto su cui è auspicabile che il legislatore o la Consob concentrino la loro attenzione anche se non ci sono state deleghe conferite a membri dell'organo amministrativo o di controllo in questi anni;
5. il ruolo dei *proxy advisors* su cui si attende l'emanazione e l'applicazione di un Codice di Condotta;
6. la pratica di una sorta di *share blocking* di fatto da parte di alcuni intermediari che, se confermato, non sarebbe in linea con i propositi della Direttiva;
7. il sistema di registrazione indiretto degli azionisti che potrebbe essere oggetto di modifica legislativa per semplificare e snellire la catena del voto a beneficio soprattutto degli investitori esteri, trasformandolo in un sistema di registrazione diretto.

## 2. IL VOTO VINCOLANTE SULLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE IN UK

Bisogna premettere che, nel modello di *public company* di diritto inglese, il ruolo dell'assemblea è centrale: esso sembra ancora risentire dell'originaria impostazione della *East India Company* del 1600 da cui la moderna s.p.a. ha avuto origine nel mondo intero. Numerose risultano essere infatti, nel confronto con altri ordinamenti, le materie attribuite dal *Companies Act 2006* alla competenza dell'assemblea<sup>42</sup>.

Bisogna anche premettere che nell'ordinamento inglese è principio di diritto comune quello secondo cui le operazioni su cui gli amministratori possono essere o sono per definizione in conflitto di interessi (tutti i contratti di servizio con gli amministratori ad esempio, o le operazioni tra società e amministratore aventi ad oggetto il trasferimento di proprietà rilevanti, i pagamenti per la perdita della carica, etc.) sono attribuite alla competenza dell'assemblea ordinaria dal *Companies Act 2006*<sup>43</sup>.

L'unica materia che, in contrasto con il principio di diritto comune sopra menzionato, non era attribuita alla competenza assembleare era il compenso degli amministratori<sup>44</sup>: da un più di un secolo, le società per azioni disciplinano questa materia nello statuto e ne attribuiscono la competenza al consiglio di amministrazione (anche se l'amministratore interessato non vota) in quanto gli amministratori trovarono "sconveniente" seguire la regola di *common law* secondo cui i soci dovessero approvare gli accordi tra società e amministratori circa il loro compenso<sup>45</sup>. Da ciò ha avuto origine la prassi di istituire all'interno del consiglio un comitato costituito da amministratori non esecutivi ed indipendenti con l'incarico di occuparsi di questa materia, prassi che è stata poi codificata nel Codice di Condotta britannico e da lì mutuata in vari altri ordinamenti giuridici in via di autoregolamentazione.

Nel *Companies Act 2006* era stata introdotta la sez. 439 che, con riferimento alle sole società quotate, prevedeva l'unica delibera dell'assemblea ordinaria di natura consultiva (nel senso che in tutti gli altri casi previsti dalla legge la delibera assembleare è vincolante) sulla relazione sui compensi riservati agli

---

<sup>42</sup> Per un approfondimento sul diritto inglese in materia assembleare, cfr. BRUNO S., op.cit., p. 130 s.

<sup>43</sup> Ibidem, p. 138 s.

<sup>44</sup> GOWER AND DAVIES, *Principles of Modern Company Law*, London, 2008, p. 381 s. menzionano espressamente il contrasto con il principio di diritto comune menzionato a proposito della remunerazione.

<sup>45</sup> Ibidem.

amministratori che spetta al consiglio di amministrazione redigere ai sensi dell'art. 420 CA 2006: secondo l'originaria formulazione della sez. 439 (5) la delibera presentata in assemblea era comunque efficace nel senso che i compensi previsti nella relazione non erano condizionati all'approvazione dei soci.

La relazione è divisa in due sezioni: la prima (non oggetto di certificazione da parte dei revisori) riguarda la politica generale di remunerazione che la società vuole adottare; la seconda (oggetto di certificazione da parte dei revisori) riguarda i compensi, di qualsiasi tipo, da corrispondere ai singoli amministratori nell'esercizio in questione<sup>46</sup>.

Di recente, con un intervento legislativo ampiamente annunciato, la sez. 79 dell'*Enterprise and Regulatory Reform Act 2013 (Chapter 24)*, pubblicato il 2 maggio 2013, ha introdotto nel *Companies Act 2006*, una nuova disposizione, che rafforza ulteriormente il potere dell'assemblea dei soci e, per così dire, si riconcilia ai principi di *common law* sopra menzionati.

La sec. 439A, abrogando l'originaria disposizione, prevede “il voto vincolante dell'assemblea ordinaria”, per lo meno ogni tre anni, sulla sezione della relazione sulla remunerazione degli amministratori relativa alle politiche di remunerazione. Secondo la nuova sez. 226A per politiche di remunerazione si intendono “le politiche di una società quotata per quanto riguarda sia i pagamenti del compenso agli amministratori (sotto qualsiasi forma, incluso ogni tipo di *benefit*) che quelli relativi alla perdita della carica”; mentre per carica di amministratore si intende “qualunque incarico o impiego comunque collegato alla gestione della società”. Peraltro la sezione speciale della relazione, riguardante i compensi di qualsiasi natura da corrispondere in quell'esercizio ai singoli amministratori, è strettamente legata alla prima sezione nel senso che, secondo la sez. 226B (1) e (2) “le società quotate non possono effettuare alcun pagamento nei confronti degli amministratori che non sia in applicazione della politica di remunerazione o che non sia stato comunque approvato con delibera ordinaria dell'assemblea”. Una disposizione analoga è ripetuta dalla sez. 226C per quanto riguarda i pagamenti relativi alla perdita della carica.

Secondo la sez. 226E la violazione di una delle disposizioni riferite comporta che l'eventuale assunzione di un obbligo di pagamento da parte della società non produce alcun effetto: è inefficace. Inoltre chi dovesse illegittimamente ricevere tale pagamento non sarà considerato titolare della somma ma di essa è dichiarata *ex lege* beneficiaria la società<sup>47</sup>; peraltro l'amministratore o gli

---

<sup>46</sup> Per un approfondimento, cfr. BRUNO S., op.cit., p. 140 s.

<sup>47</sup> Più precisamente utilizzando una costruzione giuridica ricorrente nell'ordinamento inglese si considera che il pagamento in violazione delle disposizioni menzionate “it is held on trust for the

amministratori che dovessero autorizzare tale pagamento improprio sarebbero responsabili di risarcire la società per i danni che essa dovesse subire. Analoga disposizione è ripetuta dalla sec. 226B (3) e (4) con riferimento ai pagamenti per perdita della carica sociale.

La nuova disciplina entrerà in vigore dal 1 ottobre 2013. Da quella data dunque la relazione sulla remunerazione delle società quotate britanniche dovrà contenere tre elementi: i) una dichiarazione da parte del presidente del comitato remunerazione che individua i messaggi chiave in materia di remunerazione, il contesto in cui le decisioni sono state prese e i principali cambiamenti avvenuti durante l'anno; ii) una sezione sulla **politica di remunerazione** per il futuro, per gli amministratori esecutivi e non esecutivi, incluso ciò che riguarda i compensi per la perdita della carica sociale; iii) un'esposizione dettagliata di come la politica di remunerazione esistente è stata applicata nell'esercizio finanziario di riferimento, incluse tutte le somme effettivamente pagate durante l'esercizio finanziario agli amministratori (c.d. relazione sull'applicazione).

Le disposizioni di dettaglio sulla forma ed il contenuto della relazione sulla remunerazione saranno previste nelle *Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) (Amendment) Regulations 2013*. Pertanto solo la politica di remunerazione sarà soggetta al voto vincolante dell'assemblea ordinaria mentre il c.d. *implementation report* continuerà ad essere sottoposto al voto non vincolante da parte dell'assemblea ordinaria ma, come detto, strettamente vincolato, a pena di inefficacia, a quanto stabilito nella sezione sulla politica di remunerazione e deliberato dall'assemblea ordinaria.

Questa disposizione di recente introduzione deriva, come dicevo, dalla più antica tradizione giuridica britannica peraltro consolidata dai lavori di riforma che hanno poi condotto all'emanazione del *Companies Act 2006*: tra le linee guida, elaborate dal governo, si sottolineava la necessità di “promuovere un'ampia partecipazione dei soci”, considerati “linfa vitale” di tutte le società a prescindere dalle dimensioni, attraverso adeguati coinvolgimento ed informazione dichiarando che i soci hanno un ruolo chiave “nel guidare le prestazioni di lungo periodo della società e la prosperità economica”<sup>48</sup>.

Lo *Steering Group* della riforma del 2006 aveva insistito sulla necessità di responsabilizzare gli investitori istituzionali nella *corporate governance* delle società quotate a garanzia di un mercato integro ed efficiente e per bilanciare il

---

company or other person making the payment” (sec. 226E(2)(a) . In altri termini chi lo riceve non ne acquista mai la titolarità.

<sup>48</sup> Cfr. DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY, *Company Law Reform, 2005*, p. 5, 16 s. in [www.dti.gov.uk/cld./review.htm](http://www.dti.gov.uk/cld./review.htm).

management, responsabilizzazione che fosse parallela all'enorme potere da essi raggiunto negli assetti proprietari (pari circa al 32,2% come media del capitale sociale nel 2010) secondo il motto che pervase la riforma del "No rights without responsibilities". Concezioni poi riprese e rafforzate sia nell'elaborazione del *Code of Corporate Governance* che dello *Stewardship Code*<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup> Per un approfondimento, cfr. BRUNO S., op.cit., p. 159 s.; EA., I profili del diritto societario inglese alla luce della riforma, in Riv.soc., 2004, p. 897, 950 ove riff.

## ALLEGATO A

### **Politiche di Remunerazione negli Stati Uniti e voto in assemblea: *focus* sui fattori rilevanti alla base del dissenso degli azionisti.**

La stagione assembleare 2013 segna negli USA il terzo anno di voto consultivo sulle proposte di remunerazione degli amministratori (Relazione sulla Remunerazione), come previsto dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 21 luglio 2010<sup>50</sup>.

Nel 2011, ben 36 società emittenti americane non hanno ottenuto la maggioranza del consenso degli azionisti in assemblea; un numero salito poi a 59 nel 2012. Per il 2013 i risultati sembrano confermare una flessione nel dissenso degli azionisti nei confronti delle politiche di Remunerazione rispetto al 2012.

Di seguito presentiamo un'analisi relativa alle 20 società la cui Relazione sulla Remunerazione non è stata approvata nelle Assemblee tenutesi fino al 17 maggio 2013.

E' opinione comune che i compensi non allineati alla *performance* aziendale siano una delle principali cause di raccomandazioni negative dei Proxy Advisors e, in genere, del dissenso alla Relazione sulla Remunerazione.

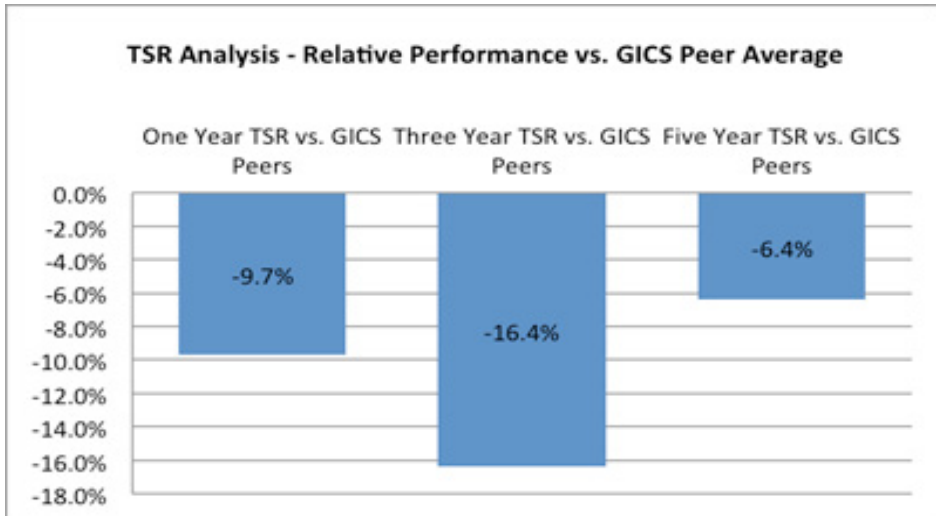
Il grafico sottostante raffigura, in media, la *performance* negativa del TSR (*Total Shareholder Return*) di queste 20 società comparata con il loro indice GICS<sup>51</sup> rispetto a società *peers* su un periodo di uno, tre e cinque anni.

Anche se la *performance* TSR delle società è stata al di sotto della mediana dei loro *peers* in ognuno dei tre periodi, la *performance* negativa ha registrato il valore più alto nel periodo di tre anni.

---

<sup>50</sup> Per un approfondimento sulla disciplina americana, cfr. BRUNO S., Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella *corporate governance*, Cedam, 2012, p. 191 s.

<sup>51</sup> Il *Global Industry Classification Standard* (GICS) è un sistema migliorato di classificazione industriale sviluppato da Standard & Poor's (S&P) e Morgan Stanley Capital International (MSCI). GICS è stato appositamente ideato per classificare le società in tutto il mondo, sia nelle economie industrializzate che in quelle in via di sviluppo. Attualmente, il sistema ha quattro livelli di dettaglio: 10 settori, 23 gruppi industriali, 59 industrie e 122 sub-industrie.

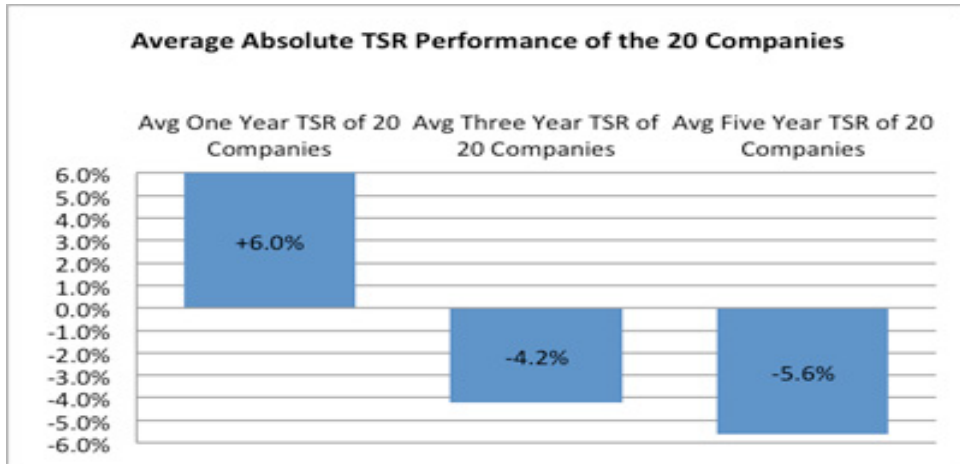


\*Source ISS Research Reports released prior to companies' annual meetings

- In media, le 20 società hanno fatto registrare un valore del *One Year TSR* inferiore all'indice GICS dei loro *peers* di 9,7 punti percentuali, del *Three Year TSR* di 16,4 punti percentuali e del *Five Year TSR* di 6,4 punti percentuali;
- 14 delle 20 società campione hanno una *performance* negativa rispetto all'indice GICS dei *peers* relativamente al *One Year TSR*, mentre 13 su 20 relativamente sia al *Three Year TSR* sia al *Five Year TSR*;
- 10 delle 20 società campione hanno una *performance* negativa rispetto all'indice GICS dei *peers* con riferimento al *One Year TSR* e al *Three Year TSR*;
- 6 delle 20 società campione hanno una *performance* negativa del *TSR* rispetto all'indice GICS dei *peers* in tutti e tre i periodi presi in considerazione.

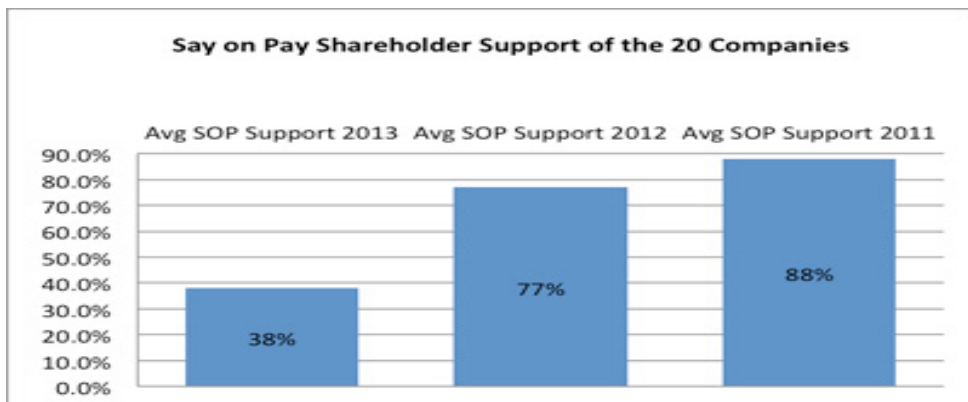
Se si guarda alla *performance* di queste società in termini assoluti del *TSR*, esse registrano una variazione positiva di 6 punti percentuali del *One Year TSR* e una variazione negativa per il *Three Year TSR* e il *Five Year TSR* (pari rispettivamente a -4,2% e -5,6%).





*\*Source ISS Research Reports released prior to companies' annual meetings*

Molte delle società del nostro campione hanno registrato dei progressivi decrementi nel livello di supporto all'approvazione delle delibere. Per queste società vi è stato un calo del consenso, in media, di circa il 40% rispetto all'anno precedente.



*\*Vote results from 8K filings and ISS Research Reports released prior to companies' annual meetings*

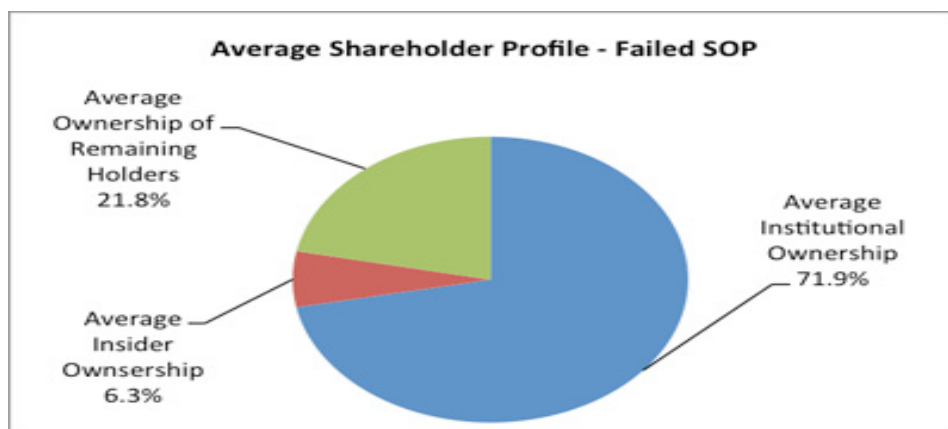
Anche l'anno scorso, queste società hanno visto un calo a doppia cifra dei voti favorevoli che passano dall' 88% del 2011 al 77% del 2012. Una diminuzione che

non deriva necessariamente da variazioni sostanziali della politica di remunerazione.

- Tra queste società, AXIS Capital Holdings ha avuto la maggior percentuale di calo, passando dal 92% di consenso nel 2012 al 32% nel 2013. The Middleby Corporation ha avuto il calo minore, passando dal 53% nel 2012 al 48% nel 2013.
- In particolare, Gentiva Health Services e Comstock Resources hanno registrato un maggior dissenso sulla Politica di Remunerazione per il secondo anno consecutivo, mentre Cogent Communications Group ha registrato il voto sfavorevole per la seconda volta in tre anni (avendo avuto lo stesso risultato nel 2011).
- Per Patriot Scientific e Dynasil il 2013 è stato il primo anno in cui si è votata la Relazione sulla Remunerazione, in quanto nell'assemblea dell'anno precedente non era stata sottoposta al voto degli azionisti.

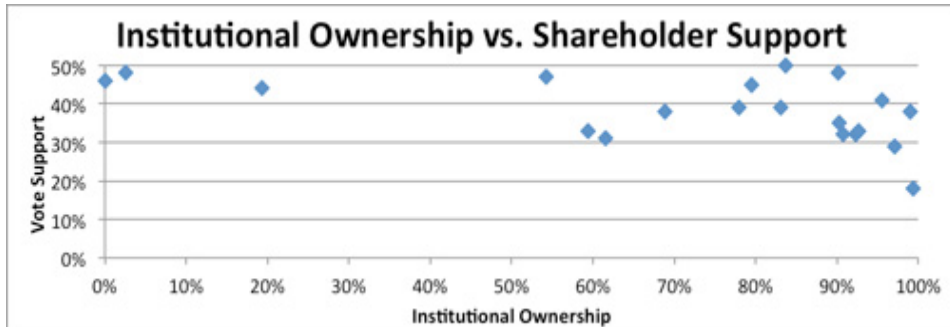
Ben 17 delle 20 società del nostro campione hanno una compagine azionaria che vede una forte preponderanza di investitori istituzionali (in media quasi il 72%).

Tuttavia nel caso di Biglari Holdings, Digital Generation e Dynasil, la presenza di azionisti di controllo non è stata sufficiente ad evitare un esito negativo. Biglari Holdings vedeva più del 15% delle sue azioni controllate da azionisti strategici; Digital Generation aveva quasi il 18% di azioni possedute da azionisti di controllo e Dynasil il 44%. Nonostante ciò hanno raccolto rispettivamente il consenso degli azionisti per il 33%, 39% e 48%.



\*Source Thomson StreetSight

Il grafico successivo confronta il livello di supporto degli azionisti rispetto al possesso azionario degli investitori istituzionali per queste società.



\*Voting data source ISS; Institutional ownership data source Thomson StreetSight

La capitalizzazione di mercato di queste società è in media di \$3.2 miliardi e variano dalla micro-capitalizzata Dynasil (appena sotto gli \$8 milioni) ad Apache Corporation (più di \$32 miliardi). Apache Corporation è l'unica società del campione ad elevata capitalizzazione di mercato (superiore ai \$10 miliardi). Sembra che i voti sfavorevoli alla Relazione sulla Remunerazione siano concentrati nelle società a micro e media capitalizzazione.

## 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. – BRUNO S., *Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, Georgeson, aprile 2010

BRUNO S., *Il ruolo dell'assemblea di s.p.a. nella corporate governance*", Cedam, 2012;

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., *Diritto commerciale, vol. III, Società per azioni*, Cedam, 2013

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

# Georgeson

**Per informazioni contattare:**

**Stefano Marini**

Ceo South Europe & Latam

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.201

[s.marini@georgeson.com](mailto:s.marini@georgeson.com)

**Fabio Bianconi**

Head of Corporate Governance Advisory (Italy)

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.749

[fabio.bianconi@georgeson.com](mailto:fabio.bianconi@georgeson.com)

**Renato Di Vizia**

Research Department (Italy)

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.970

[r.divizia@georgeson.com](mailto:r.divizia@georgeson.com)