

FTSE MIB

Proxy Season 2012

Evoluzione degli assetti proprietari
ed attivismo assembleare delle
minoranze

Stampato a Roma

A cura di:

Fabio Bianconi (Georgeson)

Sabrina Bruno (Università della Calabria, LUISS Guido Carli)

INDICE

EVOLUZIONE DEGLI ASSETTI PROPRIETARI ED ATTIVISMO ASSEMBLEARE DELLE MINORANZE: L'INDAGINE EMPIRICA	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	16
2.1.1 La datazione dell'evento assembleare	16
2.1.2 La rappresentanza in assemblea	17
2.1.3 Il quorum costitutivo.....	18
2.1.4 L'incidenza sul capitale presente in assemblea per azionista	23
2.1.5 L'intensità di partecipazione.....	26

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

La presente ricerca è stata realizzata con il contributo di:

Renato Di Vizia (Georgeson)

Cristian Baldi (Georgeson)

Roberta Armentano (Georgeson)

Nota Metodologica

La presente ricerca prende in esame le risultanze delle assemblee ordinarie degli azionisti delle Società italiane a maggiore capitalizzazione appartenenti all'indice FTSE MIB e tenutesi nel corso della stagione assembleare 2012.

Il campione analizzato è circoscritto a 34¹ 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 MIB².

¹ A2A, 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, Impregilo, Intesa San Paolo, Lottomatica, Luxottica, Mediaset, Mediobanca, Mediolanum, Parmalat, Pirelli&C, Prysmian, Saipem, Salvatore Ferragamo, Snam, Telecom Italia, Terna, Tod's, Unicredit.

² STMicroelectronics e Tenaris.

1. ASSETTI PROPRIETARI

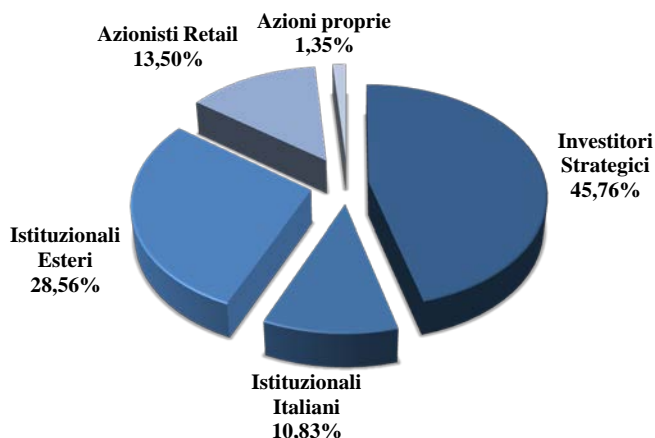
1.1 Evoluzione della struttura proprietaria nell'indice FTSE MIB

Il primo argomento preso in esame riguarda l'analisi della struttura proprietaria³ delle principali società quotate in Italia.

Grafico 1

Struttura proprietaria delle società del FTSE MIB

(valore medio % sul capitale sociale)



Il grafico 1 evidenzia in modo chiaro una delle caratteristiche peculiari del mercato italiano ovvero l'alta concentrazione negli assetti proprietari. Lo dimostra il fatto che, in media, più del 45,7% del capitale è detenuto dai c.d. azionisti strategici, in molti casi prossimi alla maggioranza assoluta della compagine

³ I dati analizzati sono stati reperiti da fonti pubbliche, quali i verbali assembleari pubblicati sul sito di Borsa Italiana, le partecipazioni rilevanti risultanti da Consob, siti internet delle singole istituzioni gestrici dei fondi azionisti, *providers* di informazioni relative al mercato.

azionaria⁴. Seguono, in ordine di importanza, gli investitori istituzionali esteri con una quota di pertinenza di circa il 28,6%, gli investitori "retail" con il 13,5% e gli investitori istituzionali italiani con poco più del 10,8%. Infine, le azioni possedute direttamente dalla società le quali raggiungono poco più dell'1,3% dell'intera capitalizzazione.

Tabella 1
FTSE MIB: Struttura proprietaria
Confronto 2005 - 2012 (valore medio % sul capitale sociale)

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

⁴ La rappresentazione della struttura proprietaria delle società oggetto di indagine scaturisce dalla scomposizione dell'azionariato sulla base delle posizioni detenute dalle differenti categorie di azionisti:

- gli azionisti strategici (il c.d. *Core*), che in modo diretto oppure indiretto, tramite l'adesione a patti di sindacato, esercitano il controllo della società;
- gli investitori istituzionali italiani ed esteri, come ad esempio fondi comuni di investimento e fondi pensione, le banche e le compagnie di assicurazione, le 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.

Il grado di concentrazione delle imprese quotate italiane è progressivamente diminuito negli ultimi otto 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 45,7% del 2012⁵. Dunque una partecipazione molto superiore al 50% in società quotate non sembra rappresentare una particolare attrattiva per il *Core*.

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.

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. Tale variazione è derivata dalla presenza nell'indice di una società ad azionariato diffuso, tra i pochi esempi italiani di *public company*⁶.

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

Gli azionisti *retail* nel 2012 (13,5%)⁷ diminuiscono la quota di propria pertinenza rispetto ai valori rilevati nel 2005 (17,8%). Una flessione che risente della crisi economica e finanziaria⁸ evidenziata anche dall'andamento dell'indice FTSE MIB tra le stagioni assembleari 2005 e 2012 (si veda grafico 2).

⁵ 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.

⁶ La società a cui si fa riferimento è Prysmian S.p.A.

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

⁸ Si veda relazione Consob per l'anno 2012.

Grafico 2

Andamento indice azionario FTSE MIB

Periodo: Febbraio 2005 – Settembre 2012



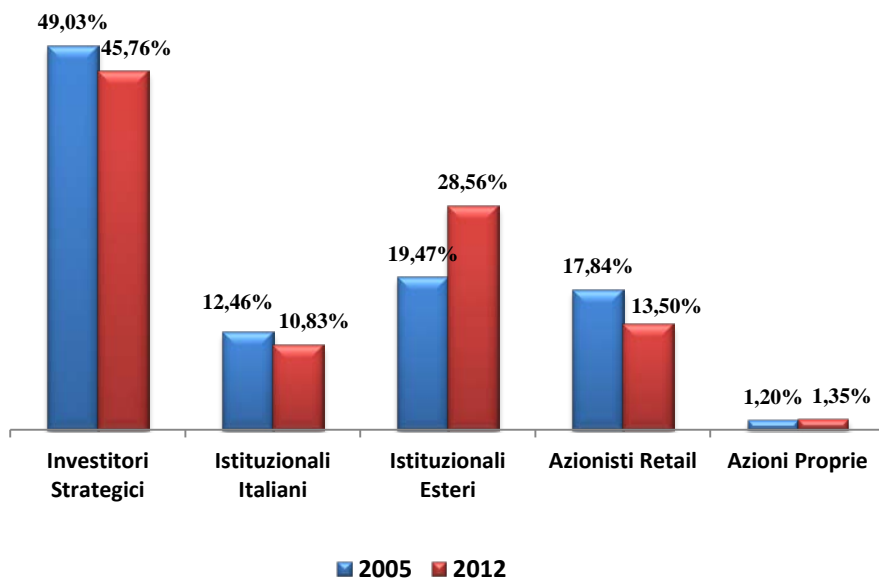
Gli investitori istituzionali esteri mostrano una tendenza opposta rispetto al *Core*: la loro presenza nel capitale azionario è incrementata negli ultimi otto anni, attestandosi ad una soglia del 28,6% nel 2012, decisamente in ascesa rispetto al 19,5% raggiunto nel 2005.

I valori massimi per questa categoria, che raggiungono nel 2012 circa il 72% 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 2012 si assesta intorno 7,4% del capitale, rispetto al 5% del 2005. Sintomo questo di una crescente presenza di investitori istituzionali esteri nel capitale delle società quotate italiane.

Infine, si segnala un leggero incremento nel numero di azioni detenute direttamente dalle società emittenti, sotto forma di azioni proprie, che passano dallo 1,2% del 2005 all'1,35% del 2012.

Grafico 3

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



I movimenti nella compagine azionaria negli ultimi 8 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 2012, attraverso il confronto tra le quattro società maggiormente controllate e quelle meno controllate, così come presentato nella Tabella 2.

Tabella 2**FTSE MIB 2012: Ultime e prime quattro società per peso degli azionisti strategici nella struttura proprietaria (incluse Prysmian e Parmalat)**

Società	Posizioni detenute (% sul capitale sociale)				
	Investitori strategici	Istituzionali domestici	Istituzionali stranieri	Azionisti retail	Azioni proprie
4 società meno controllate (Prysmian, Telecom Italia, Azimut, Ass. Generali)	18,82	13,97	48,23	16,51	2,47
4 società più controllate (Parmalat, Salvatore Ferragamo, Lottomatica, Enel Green Power)	76,02	3,38	12,95	7,65	0,00
Media Emittenti FTSE MIB	45,76	10,83	28,56	13,50	1,35

Il primo fattore che emerge è l'elevato livello di controllo delle società italiane che, anche nel limite inferiore delle società con un azionariato più diffuso, si attesta su un valore pari al 18,8% (se escludiamo Prysmian il valore salirebbe a 25,1%).

Semberebbe 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 quattro 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 35,3 punti percentuali.

Analogamente, gli investitori individuali manifesterebbero la stessa tendenza nel preferire l'investimento in aziende meno dominate dagli strategici. La variazione in questo caso è di circa 8,8 punti percentuali, decisamente inferiore comunque a quella osservata per gli azionisti esteri.

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 10,6 punti percentuali.

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 2012: 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	17,74	61,28	20,98
4 società più controllate	14,10	54,00	31,90
Media Emittenti FTSE MIB	20,47	53,99	25,54

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 la metà del flottante (61% circa), anche gli istituzionali domestici incrementano il proprio peso sul *free float*⁹ delle società meno controllate (dal 14% al 18% circa). Inoltre, si osserva come l'azionista individuale prediliga decisamente società molto controllate (31,9% rispetto al 21%) che almeno apparentemente diano la percezione di una maggiore stabilità di gestione.

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

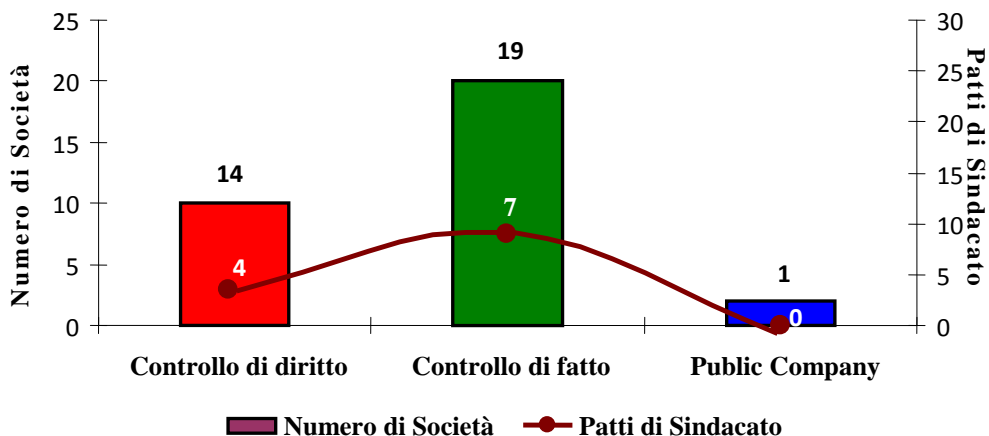
1.2 Azionista di controllo

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

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 5
FTSE MIB 2012: Identificazione del modello di controllo



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

In più di un terzo 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 di un terzo 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

Nella vita societaria il potere di *voice* degli azionisti si concentra nel momento della formazione della volontà assembleare e del voto. Proprio per questo, la seconda parte dello studio prende in esame i dati relativi alla stagione assembleare 2012.

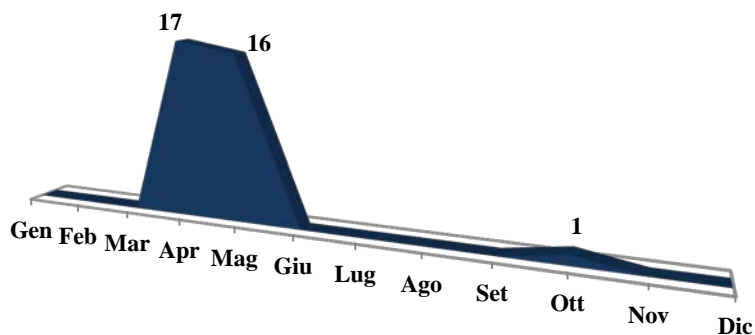
2.1.1 La datazione dell'evento assembleare

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

I dati raccolti evidenziano un sovraccarico di assemblee intorno ad un limitato arco temporale, che generalmente si colloca tra la metà e la fine del mese di Aprile. Tuttavia, mentre nella stagione assembleare del 2011 il 59% delle riunioni è stato infatti convocato tra il 14 e il 30 aprile, in quella del 2012 le convocazioni si sono equamente divise tra il mese di Aprile e quello di Maggio.

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 8
FTSE MIB 2012: Numero di eventi assembleari per mese



2.1.2 La rappresentanza in assemblea

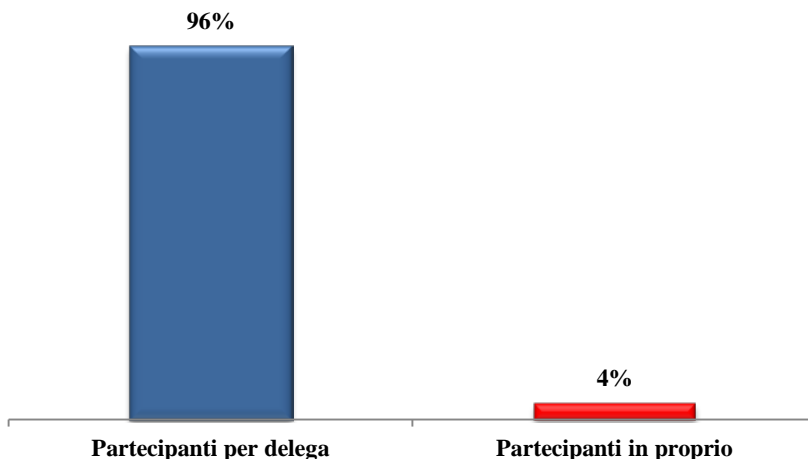
Da un'analisi dei verbali d'assemblea ordinaria del 2012 emerge che il numero totale di azionisti rappresentati in assemblea nel corso dell'anno sia stato superiore a 38.500, con una media superiore ai 1.130 azionisti presenti per evento considerato.

Il grafico 9 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 9

FTSE MIB 2012: 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 società¹⁰, ossia un soggetto al quale i soci potranno conferire la propria delega senza oneri a loro carico, ma soprattutto dalle attività di sollecitazione di deleghe di voto¹¹.

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).

¹⁰ Ai sensi del nuovo articolo 135-undecies del TUF.

¹¹ Pensiamo all'assemblea degli azionisti di Impregilo del luglio 2012 che, con due sollecitazioni 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 2012 arriva quasi al 65,4%, con un incremento rispetto al 2005 pari a 9,5 punti percentuali.

A tal proposito, va sottolineato come, fino a qualche anno fa il mercato italiano venisse ancora considerato dagli investitori esteri come uno *shareblocking country*, per la pratica di blocco delle azioni durante la trasmissione del voto lungo la catena degli intermediari. Tale pratica di fatto ostacolava la libera disposizione delle stesse¹².

Tuttavia, l'introduzione dell'istituto della *record date*, così come disciplinata dal nuovo art. 83-sexies del TUF, ha posto le basi per superare il problema riducendo il margine temporale per un ipotetico blocco delle azioni tra le *cut off date* di voto degli investitori esteri e appunto la data di registrazione.

Da rimarcare comunque la variazione positiva anche rispetto al 2011, pari a 3,7 punti percentuali.

Da rilevare che il livello minimo di quorum (45%) registrato nel 2012 è nettamente superiore al valore rilevato nel 2009 che si attestava al 21,4%.

¹² É possibile che le banche custodi, cioè coloro che raccolgono le istruzioni di voto provenienti dagli azionisti, impongano lo *share blocking* agli azionisti nei giorni immediatamente precedenti lo svolgimento dell'assemblea. La giustificazione di tali procedure da parte delle banche custodi consiste nel fatto che lo *share blocking* garantirebbe loro una più facile gestione dei processi di identificazione e autorizzazione degli azionisti alla partecipazione assembleare. Tale pratica potrebbe spingere alcuni investitori esteri a disertare l'assemblea, e quindi a non votare, piuttosto che vedere limitata la possibilità di disporre dei propri *stock*.

Tabella 4

FTSE MIB: Quorum costitutivi assemblea ordinaria dei soci Confronto 2005-2012 (valore medio % sul capitale sociale)

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

I dati mostrano un aumento della partecipazione assembleare degli azionisti ex strategici¹³ di 12,5 punti percentuali rispetto al 2005. Nel 2012, infatti, gli stessi raggiungono il 20,6 % 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%.

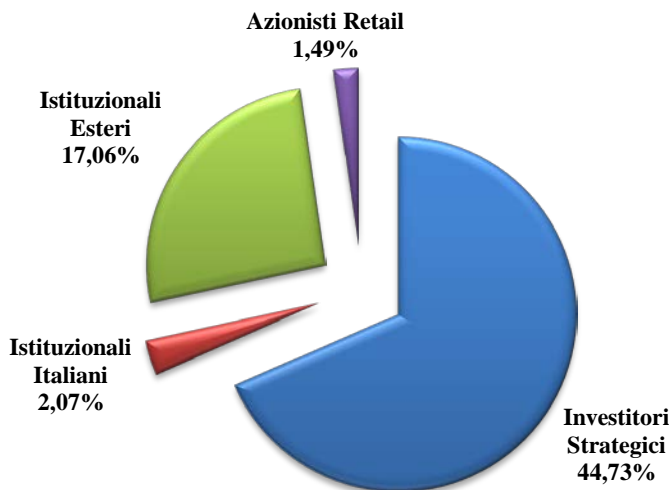
Sicuramente quest'ultimo è un dato che stride con quello che è il possesso medio per l'azionista *Core*, oltre il 45% e che ancora una volta porta in primo piano le conseguenze di un mercato concentrato, strutturalmente debole¹⁴ e caratterizzato da uno scarso ruolo del mercato dei capitali.

¹³ 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.

Grafico 10

FTSE MIB 2012: Scomposizione del quorum per categoria di azionisti

(valori medi %)



I dati inerenti il quorum, se scorpati in base alle diverse categorie di azionisti (grafico 10), riflettono ancora una volta l'elevato grado di concentrazione dell'assetto proprietario delle imprese italiane. Gli azionisti strategici, in media, vedono rappresentato il 44,7% del capitale azionario.

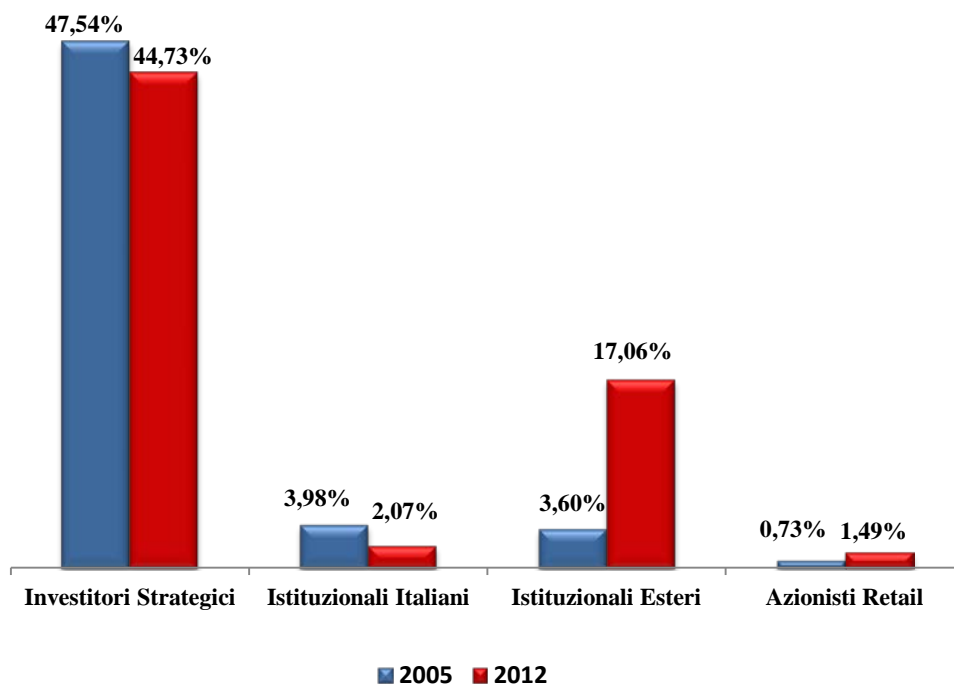
Gli investitori istituzionali, congiuntamente, continuano a portare in assemblea poco più del 19%, di cui poco più dell'89% rappresentato dagli investitori esteri. Da registrare un interessante aumento della presenza del segmento *retail*, che sale al 1,5%.

Grafico 11

FTSE MIB: Scomposizione del quorum per categoria di azionisti

(valori medi %)

Confronto 2005-2012



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 otto anni¹⁵ 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 3,98 del 2005 al 2 per cento del 2012).

Con riferimento al dato retail, il sensibile aumento riflette la partecipazione nell'assemblea Impregilo del 2012 dell'azionista Salini con circa il 30% del

¹⁵ Si veda grafico 3.

capitale sociale. Scorporando tale percentuale notiamo che la presenza in assemblea di questa componente è rimasta pressoché invariata (0,7%).

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*¹⁶ (66,9% nel 2012) nonostante si registri un calo di 18,2 punti percentuali rispetto al 2005.

Tabella 5

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

Confronto 2005-2012 (valore % sul capitale presente)

Categoria di azionisti	Incidenza percentuale					
	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2012	2005	2012	2005	2012
Investitori strategici	85,13	66,90	98,88	94,40	49,57	0,00
Istituzionali italiani	7,14	3,50	42,87	15,71	0,00	0,00
Istituzionali esteri	6,40	27,30	17,64	83,44	0,24	0,89
Azionisti retail	1,33	2,30	23,25	67,74	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, con una variazione assoluta negativa di 3,6 punti percentuali negli ultimi otto anni. Più incisiva la contrazione nel valore

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

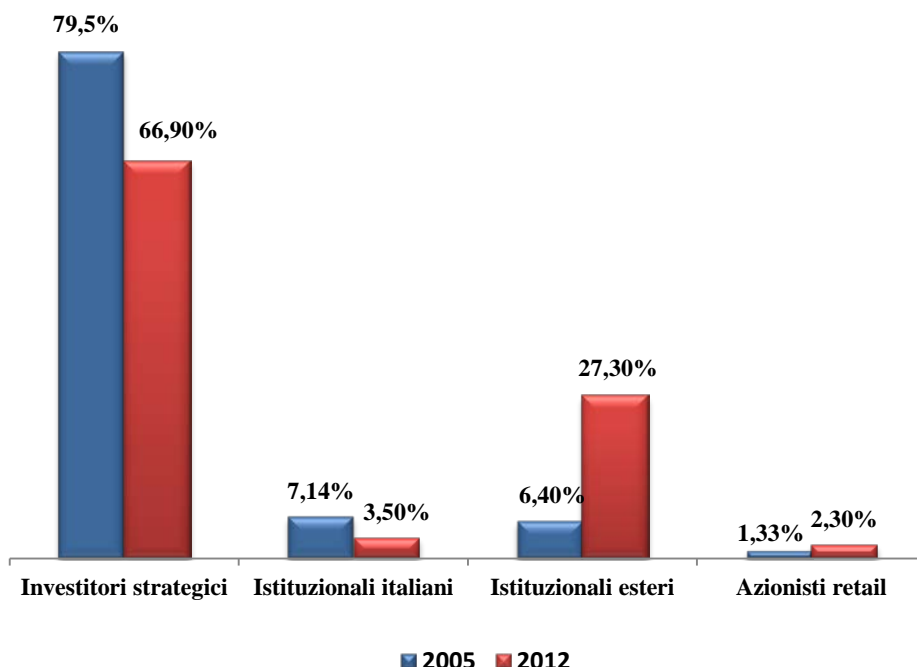
massimo, passando dal 42,87% del 2005 al 15,7% del 2012 (-27,2%). La bassa affluenza al voto risente dell'elevata concentrazione del mercato del risparmio gestito, circoscritta ad un numero esiguo di società e molto spesso originata da pochi gruppi bancari e assicurativi. Una situazione che evidenzia 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 2012 si tiene conto di Prysmian, raro esempio di *public company* italiana. Depurando il dato di Prysmian, il valore minimo raggiungerebbe il 39,5% nel 2012.

Grafico 12

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

(valori medi %)

Confronto 2005-2012



Il grafico 12 mette in risalto l'equilibrio di forze nelle assemblee svolte nelle stagioni assembleari 2005 e 2012, considerando a parte l'interessante aumento del retail.

Come rilevato precedentemente, negli ultimi otto 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. Indubbio il contributo di Prysmian che spinge il valore massimo dal 17,6% del 2005 all'83,44% del 2012¹⁷.

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

Grafico 13

FTSE MIB 2012: Incidenza sul flottante in assemblea per categoria di azionisti di minoranza



¹⁷ L'assetto proprietario di Prysmian S.p.A vede infatti una predominante componente istituzionale estera, superiore al 60% del capitale sociale.

Se riportiamo i valori della partecipazione di ciascun azionista sul flottante (grafico 13) si può notare come gli istituzionali esteri da soli detengano in media più dell'80% del *voting power*, confermando una indiscussa leadership tra le *minorities*.

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 e 2012, è riportata nella tabella 6.

Tabella 6

FTSE MIB: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti
Confronto 2005-2012 (valori medi %)

Categoria di azionisti	Intensità di partecipazione					
	MEDIA		MAX		MIN	
	2005	2012	2005	2012	2005	2012
Investitori strategici	94,19	98,35	100,00	100,0	68,15	0,0
Istituzionali italiani	31,65	19,08	99,52	80,39	0,00	0,0
Istituzionali esteri	16,03	59,26	45,48	98,47	2,96	5,66
Azionisti retail	2,74	11,01	28,02	67,74	0,00	0,0

Rispetto al 2005 nulla si può aggiungere riguardo agli azionisti strategici, i quali, a rigor di logica, portano in assemblea l'intero ammontare di capitale detenuto (mediamente più del 98%), salvo rare eccezioni, confermate dal valore minimo dell'intensità di partecipazione, che per gli strategici raggiunge il 69% nel 2012 se si esclude Prysmian.

Il dato medio relativo agli investitori istituzionali domestici risulta invece diminuito, con una variazione assoluta negativa di 12,6 punti percentuali.

L'attitudine al voto degli investitori istituzionali italiani risulta tra le più basse registrate a livello europeo nel comparto; sono stati addirittura cinque i *meetings* disertati nell'ultima stagione, pari quasi al 15% del nostro campione.

L'intensità media di partecipazione degli azionisti *retail* (11%) registra una decisa impennata rispetto ai livelli del 2005 (2,7%). Ricordiamo che questo dato 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.

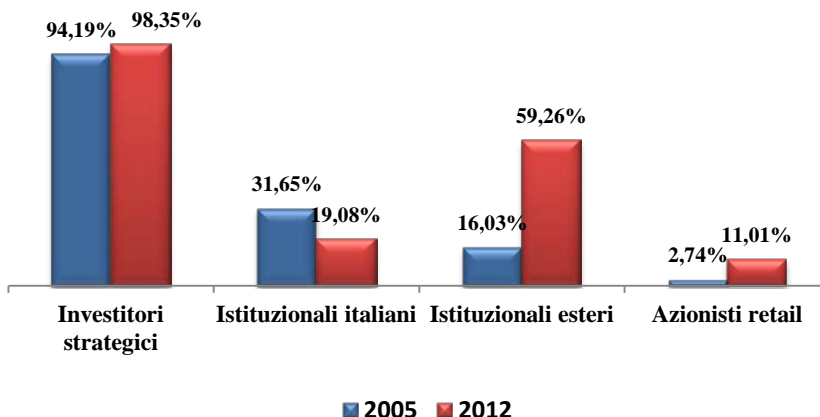
Diversa la tendenza per gli investitori esteri che, con una percentuale minima del 5,66%, confermano la loro presenza in tutte le assemblee del campione preso in esame. Un aspetto importante, questo, che va comunque associato agli obblighi imposti ad alcuni fondi internazionali, segnatamente americani, di rendere pubbliche le politiche di voto relativamente alle società in cui investono¹⁸.

Una visualizzazione dell'intensità media di partecipazione registrata per le diverse categorie di azionisti nel 2005 e nel 2012 viene rappresentata nel Grafico 13.

¹⁸ La SEC ha adottato la seguente regolamentazione nel 2003: *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, SEC Release No. IC-25922 (Jan. 31, 2003).

Grafico 13

FTSE MIB 2012: Intensità di partecipazione per categoria di azionisti



Vale la pena ribadire come la variazione più significativa riguardi la categoria degli istituzionali esteri, la quale vede più che triplicare la propria disposizione al voto rispetto al 2005. In media per ogni 100 azioni detenute dagli investitori stranieri, più di 60 vengono portate e votate in assemblea.

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



Per informazioni contattare:

Stefano Marini

Ceo South Europe & Latam

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.201

s.marini@georgeson.com

Fabio Bianconi

Head of Corporate Governance

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.749

fabio.bianconi@georgeson.com

Renato Di Vizia

Research Department

Via Emilia 88 - 00187 Roma

Tel. +39 0642171.970

r.divizia@georgeson.com