



GOVERNANCE | DOPO IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2007/36

IN ASSEMBLEA QUALCOSA È CAMBIATO

Aumenta la partecipazione, in particolare quella dei fondi. Le liste di minoranza diventano protagoniste. Muove i primi passi la “democrazia societaria”

DI CAMILLA CONTI

A Telecom Italia hanno sfiorato il ribaltone, all'assemblea di Prsymian sono intervenuti in massa, a quella di Terna hanno messo fuori dal consiglio di amministrazione un colosso come l'Enel. Sono i fondi e gli investitori istituzionali stranieri che, grazie alle nuove regole sulla governance assembleare, hanno moltiplicato la loro presenza sparigliando le carte del potere economico. Dimostrando che quando alzano la voce e fanno fronte comune, anche i meno aggressivi riescono a ottenere risultati sorprendenti. Alla base c'è il recepimento della direttiva comunitaria (2007/36) sui diritti degli azionisti di minoranza che ha introdotto in Italia il meccanismo del record date. Ovvero: i fondi non devono più tenere bloccate in portafoglio le proprie azioni per un periodo piutto-

sto lungo al fine di poter votare in assemblea.

Il record date scatta infatti una fotografia dei soci e titoli posseduti sette giorni prima dei raduni. Quel momento certifica il diritto a prendere parte all'assise e lascia libera la compravendita delle azioni.

Ma quale effetto avranno le nuove regole sulla geografia del capitalismo italiano? Il vecchio adagio di Cuccia per il quale "le azioni si pesano e non si contano" rischia di essere mandato in soffitta? E soprattutto: quali opportunità e prospettive si aprono per i consulenti legali che portano in assemblea la voce di fondi e minoranze? TopLegal ha posto queste domande ad alcuni dei maggiori esperti di diritto societario. Partendo dalle riflessioni di advisor di Corporate governance come Georgeson e Sodali.

L'ATTIVISMO È UN'ALTRA COSA

«Attenzione a confondere la maggiore presenza dei fondi con un maggiore attivismo», afferma **Stefano Marini**, responsabile per l'Europa di Georgeson, la società internazionale di consulenza nei servizi di shareholder response e corporate governance advisory. «La presenza, soprattutto degli istituzionali esteri, è fortemente aumentata anche qualitativamente perché le regole del gioco sono cambiate: i fondi hanno trovato

più facile partecipare in assemblea rispetto al passato dove si trovavano di fronte a un blocco. L'unica forma vera di attivismo si è riscontrata nel caso Parmalat che però è una public company». È aumentata l'intensità della partecipazione: «Circa il 60 -70 e in certi casi anche 100% della loro posizione», aggiunge Marini. Volumi che possono diventare importanti. «Questi cambiamenti porteranno a una riflessione sul voto di lista e forse sarà opportuno considerare un correttivo come l'inserimento di una clausola di proporzionalità», sottolinea **Fabio Bianconi** che lavora a fianco di Marini. Le nuove regole impongono inoltre una maggiore pressione sull'emittente che dovrà coccolare di più i suoi azionisti di minoranza attraverso una collaborazione più efficace. «Una pressione sana. Anche i ruoli di proxy advisor, ovvero delle società che si occupano delle raccomandazioni di voto per clienti azionisti di minoranza, andranno analizzati con maggior attenzione. La stessa Assogestioni dovrà ripensare le sue linee guida», aggiungono i consulenti. Secondo gli esperti di Georgeson, dunque, dopo una tornata assembleare così ricca di cambiamenti ci dovrà essere un consolidamento perché ci sarà sempre più capitale istituzionale che arriva e si organizza in maniera autonoma. «Le grandi aziende quotate italiane non possono e non devono porsi il pro-



“

Anche i ruoli di proxy advisor andranno analizzati con maggior attenzione. La stessa Assogestioni dovrà ripensare le sue linee guida

Stefano Marini

”



Non si può parlare di attivismo ma di maggiore partecipazione. Prima gli istituzionali domestici erano l'ago della bilancia, oggi non è più così

Alvis Recchi



naio sulla possibilità di sollecitare attivamente partecipazione e voto sui temi all'ordine del giorno delle assemblee», conclude Marini.

In prima linea nell'offrire consulenza alle quotate nella gestione delle assemblee è anche Sodali, società guidata da **Alvis Recchi** che da undici anni segue alcune delle principali società quotate con una grossa composizione di azionariato estero. «Dieci anni fa», sottolinea Recchi «c'era poca partecipazione, oggi ci sono nuove tecniche e nuove dinamiche. Non si può parlare di attivismo ma di maggiore partecipazione. È una cosa ben diversa. Prima gli

blema dei soci di minoranza solo ogni tre anni. Così come i fondi saranno sempre più chiamati ad esprimere puntualmente, e ad ogni tornata, il loro voto. Assisteremo quindi ad una duplice pressione

sia sugli operatori che sui fondi di investimento stranieri. In particolare sugli investitori istituzionali che dovranno essere in grado di conoscere bene le regole compresa quella entrata in vigore a gen-

Focus Georgeson

C'È CHI DICE NO

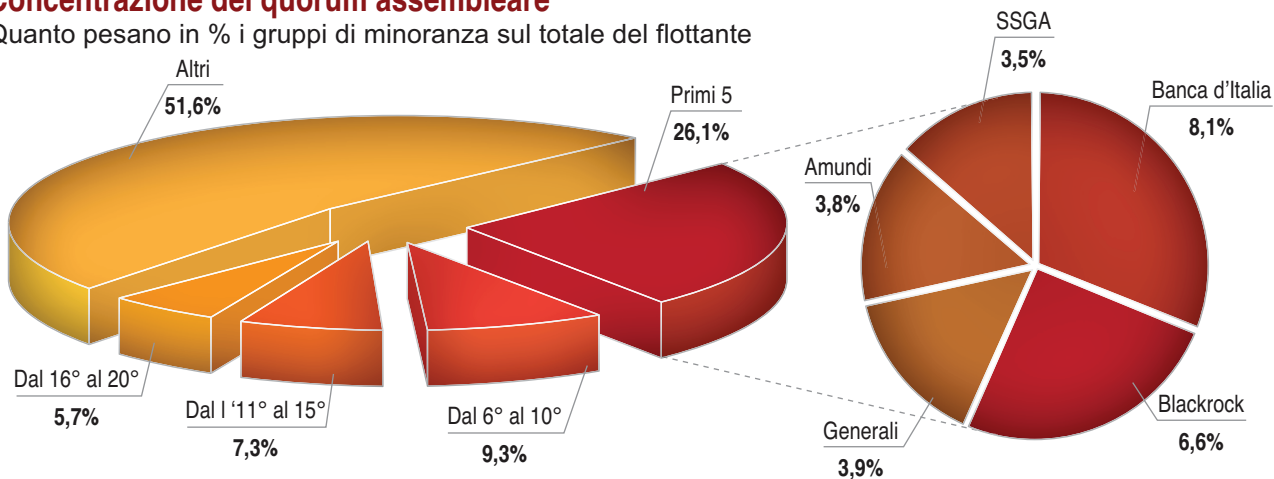
Parmalat, Generali, Telecom: sotto a chi tocca. Perché fra la lobby dei consiglieri indipendenti, il piccolo esercito dell'Assogestioni targata Siniscalco e gli investitori stranieri si stanno aprendo nuovi varchi nella governance dei totem della finanza e dell'industria. Ma chi può alzare la mano (e in qualche caso anche la voce) in assemblea? L'istituzione più "pesante" nelle assemblee italiane è Banca d'Italia, con oltre 3 miliardi di euro portati in nove differenti riunioni. L'impatto complessivo dell'istituto è stato pari all'1% sulla capi-

talizzazione complessiva di Borsa delle società del listino principale, all'8,09% sul relativo flottante, e di un decisivo 15% sul "quorum di minoranza" delle 9 assemblee in cui ha votato.

Il colosso americano del risparmio gestito Blackrock si piazza al secondo posto tra gli azionisti di minoranza maggiormente attivi nelle assemblee italiane. Con 2,6 miliardi di euro, apportati tramite ben 67 diversi fondi gestiti e residenti in 7 differenti Paesi, Blackrock pesa per il 6,65% sul flottante votato. Ben distanziate le altre istituzioni, tra cui spicca Generali, i cui 49 *beneficial owners* hanno portato nelle 16 assemblee in cui tale gruppo risultava azionista di minoranza 1,5 miliardi di euro, pari al 3,95% del flottante complessivo.

Concentrazione del quorum assembleare

Quanto pesano in % i gruppi di minoranza sul totale del flottante



investitori istituzionali domestici erano l'ago della bilancia in assemblea, oggi non è più così. Poi ci sono i core shareholders che sono dentro ai patti di sindacato e soggetti come le fondazioni. Rimangono gli investitori istituzionali stranieri per i quali è cambiato tutto. Con le nuove regole sulla record date la loro partecipazione è triplicata. Le liste di minoranza presentate da Assogestioni dimostrano che le minoranze sono stratificate. Il cambio delle regole è soprattutto tecnico, fino a ieri votavano esclusivamente i core oggi cambiano gli scenari». Ma per vederne gli effetti, ad esempio

sul fronte delle consulenze legali, ci vorrà del tempo. «Certamente è destinato a cambiare il potere decisionale in mano all'emittente. E il suo livello di *engagement*, ovvero il coinvolgimento e la condivisione delle responsabilità. Per l'emittente è diventato cruciale conoscere il comportamento delle minoranze anche straniere. Quanto ai fondi», conclude Recchi, «devono votare con responsabilità. Ma non credo ci saranno grandi rivoluzioni».

MINORANZE E DEMOCRAZIA

Qualcosa, però, è destinato a cambiare nel lavoro dei consulenti legali. E i guru della Corporate

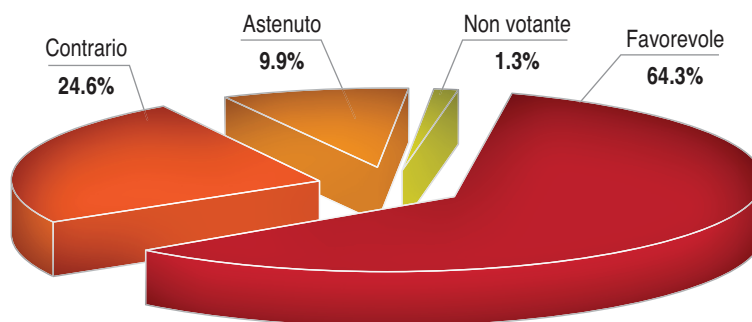
governance sono pronti a raccogliere la sfida. Come l'avvocato **Dario Trevisan**, storico rappresentante in Italia degli investitori esteri che ha seguito da vicino la vicenda Parmalat. «Con le nuove disposizioni la presenza dei fondi è aumentata considerevolmente, più in termini di volume che prettamente numerici. Se gli anni passati alle assemblee di Intesa o Unicredit si presentavano con il 10% del capitale, quest'anno hanno superato il 20 per cento. Si tratta di dati significativi perché danno la percezione di come prima ci fosse un collo di bottiglia». Secondo Trevisan, le nuove regole

Sono solo alcuni dettagli della fotografia scattata nel 2010 alle assemblee delle società del Ftse Mib dalla società di advisory Georeson. Fotografia che mostra ancora nel mercato italiano un'elevata concentrazione degli assetti proprietari, seppure evidenziando un costante ma leggero calo nel tempo: dal 49% del 2005, gli azionisti di controllo (sia di diritto che di fatto) arrivano oggi a rappresentare mediamente il 42,7% del capitale delle società a maggiore capitalizzazione, con un calo di circa il 13 punti percentuali nei cinque anni.

Ma come si comportano i soci di minoranza in assemblea? È in occasione dei rinnovi delle cariche societarie che si esprime al massimo l'attivismo assembleare delle minoranze. La seconda materia che stimola particolarmente l'attenzione degli analisti internazionali, ed ovviamente dei gestori incaricati di tutelare



Voti delle minoranze sui compensi degli Amministratori

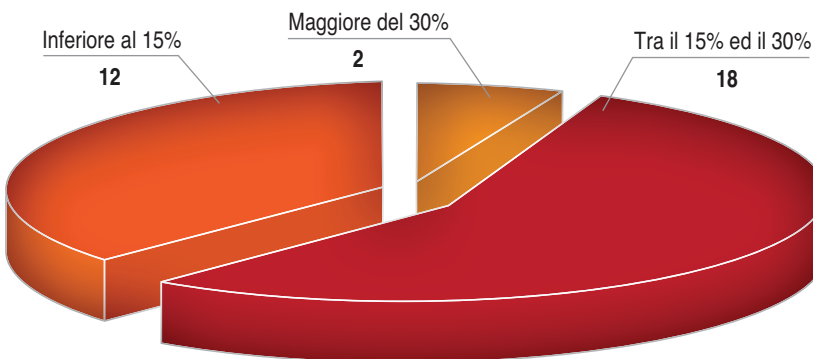


Fonte: Georeson - Ricerca FTSE MIB 2010

l'interesse economico dei propri clienti, sono i compensi degli amministratori (intesi sia come remunerazioni che *stock options* e piani di incentivazione). Un tema delicato per gli azionisti istituzionali esteri, quello dei compensi degli amministratori, dove si concentrano maggiormente i voti negativi. Sei le proposte sui compensi bocciate dagli azionisti esteri: il piano di incentivazione di Fiat, le remunerazioni del consiglio di sorveglianza di Intesa Sanpaolo, le performance shares di Mediobanca, lo stock option plan di Mediolanum e compensi degli amministratori di Snam Rete Gas, l'incentive plan di Telecom Italia. L'approvazione del bilancio non ha creato problemi tranne in un caso, quello di Autogrill che ha ottenuto l'86,37% di voti contrari da parte degli investitori esteri. Una decisione da ricondurre alla mancata distribuzione degli utili in rapporto ai compensi ricevuti dal management. (c.c.) ■

Peso assembleare delle minoranze

Numero di assemblee analizzate e rilevanza % delle minoranze



Fonte: Geogeson - Ricerca FTSE MIB 2010

e l'aumentata partecipazione possono avere delle conseguenze anche legali, «in quanto spostano alcuni equilibri di controllo laddove non c'è un socio maggioritario in caso di assemblea straordinaria. Il voto dei soci "non core" con interesse finanziario è raddoppiato. Ciò imporrà una maggiore attenzione ai temi di governance e a un maggiore controllo degli assetti proprietari alle liste di minoranza. Noi rappresentiamo Assogestioni e ci aspettiamo che in futuro il fenomeno delle liste di minoranza possa allargarsi a società dove l'interesse a presentare una lista finora non c'è stato». Negli altri Paesi il voto di lista non esiste, in Italia si può invece contare su un'alta qualità e visibilità della governance. «Il voto di lista», sottolinea Trevisan, «è un esempio di alta democrazia societaria. Non a caso i fondi esteri che prima votavano le liste di maggioranza, da quando questo fenomeno si è allargato, hanno cominciato a cambiare strategia. Il prossimo passo sarà quello di accrescere le quote rosa. Un fenomeno che può svilupparsi nella prossima campagna assembleare». Le novità in assemblea, quindi, sono più di fatto che di diritto ma comporteranno una maggiore attenzione al conflitto di interessi, nonché alle parti correlate. «Quindi dovrà aumentare anche la

qualità della consulenza legale per impostare il rapporto sulla crescita del consenso e sulla condivisione delle scelte. Serviranno opinioni legali più basate sull'indipendenza effettiva e non sarà più così forte il nucleo di controllo». Il consenso e la maggiore partecipazione in assemblea porterà ad un aumento delle sollecitazioni delle deleghe. «È un settore inesplorato con implicazioni legali».

CUCCIA DIXIT

Anche per **Alberto Toffoletto**, tra i soci fondatori dello studio legale Nctm che di recente ha assistito la famiglia Fossati all'assemblea di Telecom, «il clima è cambiato, c'è una maggiore affluenza da parte degli investitori istituzionali di cui anche Consob si era occupata. L'ostacolo era di non poter fare trading a cavallo dell'assemblea. La partecipazione è importante

perché può diventare più consapevole e attenta. Evitando così la creazione di gruppi di potere senza contraddittorio. Per loro stessa natura, se c'è aria di burrasca questi investitori istituzionali escono dall'investimento e si spostano su altri titoli. Con l'aumento della partecipazione la società quotata che "maltratta" gli investitori farà fatica a trovarne. E il valore del titolo ne risentirà». L'attenzione dovrà quindi salire, migliorando gli scambi di informazioni con un processo virtuoso. «Gli strumenti ci sono, la governance è un tema importante che richiede tempo e cultura. Il sistema si nutre della fiducia degli investitori, senza quella non c'è ripresa». Vale ancora l'adagio di Enrico Cuccia per il quale le azioni si pesano e non si contano? «Secondo me sì, ci sono sistemi che faticano a morire», risponde Toffoletto.

L'avvocato **Luigi Santa Maria** ha seguito gli azionisti di minoranza nella fusione Ifi-Ifil (oggi Exor) ed è convinto che gli interventi legislativi degli ultimi anni abbiano notevolmente rafforzato il ruolo delle minoranze attive in assemblea. «Il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 rappresenta un punto di arrivo di una legislazione che, a partire dall'introduzione del TUF nel 1998 e passando poi attraverso la riforma del diritto societario nel 2004 e la legge sul risparmio nel 2005 ha progressivamente valorizzato il ruolo atti-



Le società dovranno cercare il consenso delle minoranze anche sui sistemi di compensazione, allineandolo ai desideri degli azionisti

Bruno Cova



vo dei *minority shareholders*. Il rinnovato articolo 125-quater TUF consente oggi all'investitore di disporre dei documenti che saranno sottoposti all'assemblea come bilanci, relazioni, memoranda illustrativi, presentazioni dei moduli che gli azionisti hanno la facoltà di utilizzare per il voto per delega; delle informazioni sulla composizione del capitale sociale. Di assoluta novità, inoltre, è la tematica dell'informativa *post*-assembleare che pone a carico della società l'obbligo di pubblicare nel proprio sito Internet, entro cinque giorni dalla data dell'assemblea, un rendiconto analitico delle risultanze delle votazioni, indicando la percentuale di capitale rappresentata in assemblea, nonché il numero di voti favorevoli contrari e astenuti rispetto a ciascuna proposta di delibera».

Che ruolo hanno i consulenti legali nel portare in assemblea la voce di fondi e minoranze? «Il ruolo del legale», risponde Santa Maria, «consiste nel guidare il cliente-investitore nella scelta degli strumenti di intervento ottimali, in relazione alle caratteristiche specifiche dell'emittente, degli assetti proprietari e di governance esistenti. Ciò può tradursi in attività spot di assistenza dell'investitore in assemblea o, preferibilmente, nella predisposizione di strategie volte ad accrescerne il peso e l'influenza nell'emittente». In Italia, però, l'attivismo non è particolarmente acceso. «Il caso della fusione Ifi-Ifil, che ho potuto seguire professionalmente, ha dimostrato come gli investitori istituzionali siano stati posti dall'emittente nelle condizioni di esercitare pienamente i propri diritti come minoranza. In altre esperienze, ciò non è stato consentito, con la conseguenza che gli investitori hanno preferito cedere le proprie azioni

Il caso Parmalat

VITA DURA PER GLI ATTIVISTI

L'attivismo è un'altra cosa. Lo dicono i consulenti in corporate governance. Lo ripetono gli avvocati (si veda l'articolo principale). In Italia, l'attivismo dei fondi resta per il momento una cosa rara. Quello che è accaduto nella vicenda Parmalat spiega bene il perché.

La sequela di eventi che ha portato all'Opa di Lactalis (si veda TopLegal n. 5/2011) è stata originata proprio dall'attivismo di tre fondi internazionali, Mackenzie, Skagen e Zenit, che a inizio anno avevano deciso di provare a "licenziare" l'amministratore delegato, **Enrico Bondi**. Il motivo? La volontà di imprimere una svolta alla gestione del gruppo per chiudere la stagione della ristrutturazione, e aprire una nuova fase di crescita. A solleticare l'appetito dei fondi c'erano anche gli 1,4 miliardi di liquidità, recuperati con le azioni giudiziarie, che una nuova gestione avrebbe potuto valutare di distribuire (in tutto o in parte) agli azionisti.



Enrico Bondi

L'attivismo dei fondi, però, si è scontrato con la reazione di un terzo soggetto a cui, forse, non avevano pensato: il Governo. A metà

febbraio, un emendamento dell'esecutivo al decreto milleproroghe ha sancito l'inefficacia di eventuali modifiche della clausola concordataria di Parmalat, che prevede l'obbligo di distribuzione degli utili agli azionisti per una percentuale non superiore al 50%, impedendo un pay-out superiore per 15 anni dal concordato, cioè fino al 2020. Sfumata la possibilità di beneficiare della cassa, i fondi hanno incassato il colpo, ma hanno deciso di proseguire il lavoro intrapreso per attuare un cambio di poltrona al vertice di Collecchio e insediare un management intenzionato a portare avanti una politica di acquisizioni finalizzata alla crescita del gruppo. Tuttavia, questo intervento "a gamba tesa" dello Stato in una vicenda privata, ha rappresentato un chiaro messaggio del clima di ostilità con cui questo inatteso attivismo veniva accolto in Italia.

Parmalat, a questo punto, sarebbe comunque diventata il teatro del primo grande proxy contest italiano, ovvero della prima grande battaglia per le deleghe finalizzata al sostegno di una lista di candidati all'amministrazione di un'azienda. In campo ci sarebbero state quattro liste: quella dei fondi, quella di Lactalis, quella "per la difesa dell'italianità di Parmalat" guidata da Intesa Sanpaolo (che proponeva la conferma di Enrico Bondi come amministratore delegato) e quella di minoranza di Assogestioni.

Come è noto, successivamente, gli eventi hanno preso un'altra piega e alla fine, i fondi hanno trovato più conveniente cedere il loro 15,3% ai francesi di Lactalis. Addio proxy contest. E addio fondi attivi, usciti dalla partita, a loro modo, vincitori (le loro azioni sono state pagate 2,8 euro l'una) lasciando però il mercato italiano ancora in attesa di una contesa aperta per la gestione di un'azienda. Con buona pace delle direttive Ue. (Nicola Di Molfetta) ■

e finito per considerare il nostro mercato non strategico». I problemi maggiori di attrattività del sistema italiano non riguardano, quindi, l'aspetto normativo, ma le caratteristiche di un mercato chiuso e composto in prevalenza da società difficilmente contendibili. «Fra le novità più interessanti del decreto che coinvolgono il ruolo del consulente legale, vi sono le disposizioni che rendono più agevole l'esercizio per delega del diritto di voto nelle società quotate, come il conferimento in forma elettronica e, soprattutto, la soppressione dei limiti quantitativi al cumulo delle deleghe da parte del medesimo rappresentate: novità che possono favorire la funzione di catalizzatore di investitori attivi, che intendano farsi promotori di iniziative in sede assembleare. Al contrario, rimane inutilizzabile per i fondi di investimento lo strumento della raccolta di deleghe effettuata dalle associazioni di azionisti, la cui platea è in larga misura rappresentata dai dipendenti delle società. La sollecitazione di deleghe, se inserita in una strategia di scalata, può essere assimilata per complessità ed impegno di un *team* legale a un'operazione di M&A». Il ruolo del consulente legale, secondo l'avvocato Santa Maria, è dunque «tanto più rilevante quanto più è elevata l'importanza e la strategicità dell'investimento che il cliente intende effettuare. Questo ragionamento riguarda anche



Il legale può assistere l'investitore nella predisposizione di strategie volte ad accrescerne il peso e l'influenza nell'emittente

Luigi Santa Maria



MINORANZE IN LISTA

Sotto la lente

Nel corso del 2010 in 20 casi l'assemblea è stata chiamata a nominare membri del Consiglio d'Amministrazione (11 casi) del Collegio Sindacale (8 casi) o del Consiglio di Sorveglianza (nell'unico caso analizzato di modello dualistico: Intesa San Paolo), in toto o individualmente a causa di cessazioni anticipate.

Sulle otto occasioni di presentazione di una lista di candidati espressione delle minoranze, queste ultime si sono attivate in quattro casi: Atlantia, Generali, Italcementi e Snam Rete Gas. Nel caso di Atlantia e Italcementi le liste sono state presentate da istituzioni singole (rispettivamente la Fondazione Cassa di Risparmio di Torino ed il Fondo statunitense First Eagle), mentre in Generali e Snam la lista è stata presentata da un insieme di Fondi italiani aggregatisi sotto il coordinamento del relativo organismo di rappresentanza Assogestioni. In tre occasioni, su otto, le minoranze hanno presentato liste di candidati per l'elezione del Collegio Sindacale e sempre dietro il coordinamento di Assogestioni: Enel, Snam Rete Gas e Unicredit.

Nel caso di Intesa San Paolo, unico esempio analizzato da Georgeson di modello dualistico, sono state presentate ben 5 liste per l'elezione del Consiglio di Sorveglianza, di cui quattro espressione di azionisti di maggioranza ed una di minoranza coordinata, ancora una volta, da Assogestioni. Nei rimanenti 12 casi, i candidati sono risultati espressione degli azionisti di maggioranza o del management (nel caso di cessazione anticipata di singoli componenti). (t.l.) ■

le strutture legali interne degli investitori. I fondi pensione stranieri di grandi dimensioni e i fondi hedge spesso dispongono di un ufficio legale interno che però, per competenze specifiche ed esperienza legislativa "locale", sovente non segue la propria società nelle attività di intervento in assemblea. In generale, se l'investimento è rilevante e si colloca in una strategia di medio periodo il ruolo del legale esterno è di fondamentale impor-

tanza per la sua buona riuscita e le fees hanno un impatto minimo sulle performance del fondo».

LA PARTITA DEL CONSENSO

«Con le nuove regole l'assemblea dei soci si apre a forme di maggior partecipazione delle minoranze, di cui diventa importante conquistare il consenso, quasi si trattasse di una campagna elettorale», sostiene **Bruno Cova**, partner dello studio Paul Hastings che qualche mese fa ha assistito nella vicenda Parmalat i tre fondi stranieri (Skagen, MacKenzie e Zenit) che hanno poi venduto le loro quote ai francesi di Lactalis. «In generale il meccanismo della record date ha fatto sì che la partecipazione dei fondi sia diventata più massiccia. Ciò potrebbe avere diversi effetti. Ad esempio sulla quantità di azioni necessarie per controllare una società. In alcuni casi, chi ha il 20/25% di una società non ha