



di Massimo Foschiani*; Veronica Vari**



e Laura Vitale***

Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia

Premessa

L'assemblea generale annuale delle società quotate rappresenta in assoluto il momento più significativo per i soci azionisti: il giorno della "resa dei conti" nel corso del quale essi hanno il diritto di verificare l'operato dell'emittente, la redditività del proprio investimento nonché di contribuire attivamente alla realizzazione dei progetti ed alla sana gestione delle società per le quali gli stessi hanno deciso di assumere il rischio di impresa.

Nonostante la rilevanza della materia, l'assenteismo degli azionisti è diffuso in molte assemblee degli stati membri della UE¹, tanto che nell'ultimo decennio la stessa ha predisposto varie consultazioni al fine di individuare le cause di tale fenomeno e tracciarne le linee guida per arginarlo². La prima proposta della Direttiva Europea per l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate è stata presentata nel gennaio 2006. In essa vengono sintetizzati i seguenti obiettivi principali:

- assicurare la convocazione dell'assemblea e la disponibilità di tutti i documenti relativi all'ordine del giorno in tempo utile a consentire agli azionisti, indipendentemente dal luogo di residenza, di assumere decisioni informate in relazione all'esercizio del diritto di voto;
- abolire ogni meccanismo di legittimazione all'intervento in assemblea fondato sul deposito e/o blocco delle azioni a favore del meccanismo di "record date";
- eliminare tutti gli ostacoli giuridici alla partecipazione all'assemblea tramite mezzi elettronici;
- agevolare la partecipazione in assemblea tramite rappresentante³.

Una riforma che è la conclusione di una cooperazione dinamica e vivace fra tutti i

paesi del vecchio continente e che costituisce una delle espressioni più interessanti di armonizzazione comunitaria, si è avuta con il recepimento in Italia della cosiddetta SHRD, la direttiva 2007/36/CE dell'11 luglio 2007 sugli *shareholders rights* e cioè sui diritti degli azionisti, finalizzata essenzialmente a consentire una maggior partecipazione dei soci di minoranza (specialmente di quelli "istituzionali", ma senza mai dimenticare i soci privati "piccoli") agli eventi assembleari delle società quotate.

Il recepimento della direttiva sui diritti degli azionisti deve essere inquadrato nell'ambito dell'intento del legislatore (prima europeo, poi nazionale), di prendere atto, da un lato, dell'avvenuta integrazione della finanza mondiale (con il risultato che una platea sempre più vasta di investitori internazionali partecipa al capitale sociale delle società quotate) e, d'altro lato, delle potenzialità informative derivanti dall'utilizzo della rete internet, con il conseguente annullamento delle distanze, materiali e culturali, che ostacolavano in passato il compiuto esercizio dei diritti azionari e la capacità degli azionisti di partecipare attivamente agli eventi assembleari⁴.

La Commissione Europea pubblica periodicamente uno schema, sullo stato del recepimento della Direttiva, dal quale si evince che la quasi totalità dei paesi membri ha recepito la direttiva nella normativa nazionale⁵.

La tematica probabilmente più innovativa della disciplina in esame è senz'altro quella rappresentata dall'introduzione della regola della "Record Date" già in vigore in diversi Paesi (a titolo di esempio in Francia, Spagna, Olanda ed Inghilterra), secon-

NOTE

* Socio Aiaf dal 2009, Corporate Affairs & Business Support Finmeccanica Group RE Spa.

** Socio Aiaf dal 2009, Analisi mercati finanziari ed identificazione degli azionisti presso Sodali (GWM Group), Società di consulenza sulla Corporate Governance.

*** Socio Aiaf dal 2001, Consigliere Aiaf, BNL - Gruppo BNP Paribas; Referente Assegnazione Rating Judgmental.

1 "Investors domiciled in other jurisdictions than the company in which they have invested will find it complicated if not impossible to execute the voting rights they assume are attached to the shares, and to receive timely, accurate information on the resolutions to be voted on." Expert Group on Cross-Border Voting in Europe. 2002 - "However, the Forum agrees that the crisis also has shown that insufficient shareholder activity is one of the weaknesses of the system. Incentives are needed to make shareholder deliver". European Corporate Governance Forum, 2009.

2 Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario dell'Unione europea - un piano per progredire." Bruxelles, 21.05.2003. "Assicurare una tutela efficace e proporzionata degli azionisti e dei terzi deve essere al centro di qualsiasi politica in materia di diritto delle società. L'esistenza di un valido quadro normativo per la tutela degli azionisti e dei terzi, in grado di garantire un'elevata fiducia nelle relazioni commerciali, è una condizione indispensabile per garantire l'efficienza e la competitività delle imprese."

3 Presentazione proposta della Direttiva Europea del 6 gennaio 2006.

4 www.ipsoa.it, "Più partecipazione all'assemblea delle società" - Angelo Busani, 6/04/2010.

5 Transposition of Company Law and Anti-Money Laundering Directives - State of play as at 04/10/2010.



Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia



do la quale la legittimazione alla partecipazione alle assemblee societarie (delle società quotate e di quelle ammesse nei sistemi multilaterali di negoziazione) si acquisisce sulla base delle evidenze contabili risultanti, presso l'intermediario che tiene il dossier dell'azionista, al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data dell'assemblea in prima convocazione.

In altre parole, avrà il diritto di partecipare all'assemblea solo chi sia socio all'orario corrispondente al termine del predetto settimo giorno, e pertanto diventeranno indifferenti le movimentazioni effettuate sui dossier titoli degli azionisti posteriormente al suddetto settimo giorno: "di primo acchito potrebbe sembrare una stranezza, o forse anche un "abuso", che l'evento assembleare venga svolto prendendo a riferimento una fotografia della compagine azionaria datata diversi giorni addietro rispetto a quello dell'assemblea. Alcuni giuristi, al cospetto della annunciata novità, hanno infatti sollevato il sopracciglio, sottolineando l'anomalia della possibile presenza in assemblea di soggetti non più titolari di alcuna partecipazione, per averla venduta dopo la record date. Però, sulle ragioni dell'accademia, ha avuto la meglio la considerazione

*che, se si fosse voluto effettivamente perseguire l'obiettivo di favorire la partecipazione al voto degli investitori istituzionali, sui problemi teorici si sarebbe dovuto, per questa volta, fare un passo indietro. Gli azionisti (e quindi anche gli investitori istituzionali), infatti, per effetto della disciplina attualmente vigente, se intendono partecipare all'assemblea, devono spesso subire il blocco dei loro titoli per un periodo non breve (anche per dieci o quindici giorni), e ciò specie se intendano farsi promotori (o concorrenti alla presentazione) di una lista per l'elezione degli organi societari"*⁶.

Con la nuova disciplina, dunque, il sistema svolta, nel senso che l'accertamento del requisito di titolare del diritto di voto, da effettuarsi ad opera dell'intermediario presso il quale l'azionista contabilizza i propri titoli (e di cui l'intermediario deve poi dar conto all'emittente), diventa una verifica "puntuale" senza che occorra più il congelamento dei titoli dal momento del rilascio della certificazione ad opera dell'intermediario fino al momento di chiusura dell'evento assembleare. Una volta così rimosso il vincolo che finora ostacolava la partecipazione alle assemblee di molti investitori istituzionali, è dunque auspicabile (se non presumibile) che si verifichino, quando la nuova norma sarà in vigore, presenze più consistenti di quelle finora registrate nei consessi assembleari delle società quotate italiane.

Il D.Lgs. n. 27 del 27 gennaio 2010 con le modifiche introdotte al Codice Civile e al TUF

Il decreto legislativo n. 27 del 27 gennaio 2010, di attuazione alla SHRD, modifica in più punti la normativa italiana ed introduce considerevoli novità, soprattutto con riferimento allo svolgimento delle attività assembleari delle società quotate, modificando gli artt. 2366 - 2373 Codice Civile e la normativa speciale del D.Lgs. n. 58/1998

Testo Unico Finanza ("TUF").

Assonime individua due diverse tipologie di modifiche che devono interessare gli statuti delle emittenti. Si tratta di modifiche obbligatorie e facoltative. Il termine per gli emendamenti che occorre obbligatoriamente apportare è implicitamente determinato a partire dalle assemblee il cui avviso di convocazione sia pubblicato dopo il 31 ottobre 2010⁷.

Rappresentanza e delega di voto

L'articolo 10, co.1 del SHRD recita che "A ciascun azionista deve essere garantita la facoltà di designare una persona fisica o giuridica come rappresentante incaricato di intervenire e votare a suo nome".

Il legislatore italiano prevede in aggiunta a tale disposizione, che l'emittente stessa (salvo che lo statuto disponga altrimenti) possa designare un soggetto unico al quale qualunque azionista possa conferire delega⁸.

Dunque, all'azionista viene offerta un'ulteriore possibilità per agevolare la rappresentanza in assemblea, nel caso in cui non avesse individuato egli stesso un soggetto al quale delegare la propria espressione di voto.

Partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici

Non poteva non essere tenuto in considerazione il rapido sviluppo delle nuove tecnologie, ed il vantaggio che ne viene dal loro utilizzo soprattutto nell'era della globalizzazione.

Dunque la direttiva dispone che gli stati membri debbano consentire che le società offrano ai propri azionisti qualsiasi forma di partecipazione con mezzi elettronici con l'obiettivo di conseguire:

- una trasmissione in tempo reale dell'assemblea;

NOTE

6 www.ipsoa.it, "Più partecipazione all'assemblea delle società" - Angelo Busani, 6/04/2010.

7 Assonime - circolare n. 11 del 10/03/2010. Al riguardo il D.Lgs. n. 27/2010 non prevede un obbligo espresso, né un termine esplicito per l'adeguamento degli statuti. Si rileva, peraltro, che alcune delle nuove disposizioni potrebbero richiedere anche, o solamente, l'adeguamento dei regolamenti assembleari che le società quotate di regola dovrebbero aver adottato.

8 Cfr. art. 135-*unicidies*, co. 1, TUF (rappresentante designato dalla società con azioni quotate).

9 Cfr. art. 8, co.1, SHRD. Per dare attuazione a tale disposizione è stato necessario un emendamento all'art.2370, co.4, c.c., il quale ora consente l'esercizio del diritto di voto non solo per corrispondenza, ma anche in via elettronica.

Pubblicazione avviso di convocazione in via generale, nei paesi membri

Numero minimo di giorni antecedenti la data dell'assemblea, in via generale, per la pubblicazione dell'avviso di convocazione								
Paesi Membri	AGM	EGM	Paesi Membri	AGM	EGM	Paesi Membri	AGM	EGM
Austria		28	Grecia		21	Portogallo		21
Belgio		n/a	Irlanda	21	14*	Regno Unito		90
Bulgaria		30	Italia		30	Repubblica	30	15
Cipro		n/a	Lettonia		n/a	Romania		30
Danimarca		56	Lituania		21	Slovacchia	30	15
Estonia		21	Lussemburgo		n/a	Slovenia		30
Finlandia		21	Malta		30	Spagna		30
Francia		35	Paesi Bassi		42	Svezia		42
Germania		30	Polonia		26	Ungheria		30

* voto modalità elettronica

Fonte: Gazzetta Ufficiale dell'UE, 21/10/2010

Tavola I

- una comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località;
- un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima o durante il suo svolgimento⁹.

Identificazione degli azionisti

La nuova disciplina introduce un sistema di identificazione degli azionisti che potrà essere richiesto in qualunque momento sia dalla società che dagli azionisti rilevanti. I soggetti appena descritti, avranno la facoltà di entrare in contatto con gli intermediari presso i quali le azioni sono contabilizzate (attraverso Monte Titoli), chiedendo loro di fornire «i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati¹⁰».

Il monitoraggio costante della propria compagine azionaria, permette un'interazione efficace con i singoli azionisti, con il vantaggio di poter agevolare il flusso informativo sia da parte delle

emittenti stesse nei confronti dei propri soci che viceversa.

Dividendo di maggioranza

Novità di assoluto interesse introdotta nella normativa italiana è la possibilità per le emittenti di attribuire agli azionisti un diritto ad una maggiorazione non superiore al 10% del dividendo distribuito alle altre azioni, in ragione della detenzione di titoli per un periodo continuativo non inferiore ad un anno (il beneficio è limitato alle partecipazioni non superiori allo 0,5% del capitale sociale, o alla minore percentuale indicata dallo statuto¹¹).

Il dividendo maggiorato ha l'obiettivo di favorire il mantenimento della partecipazione nel lungo periodo degli azionisti di minoranza e dunque di incentivare la partecipazione degli stessi in assemblea.

Per ciò che concerne le modifiche statutarie, risultano di eccezionale rilevanza le aree tematiche di seguito argomentate.

Termini di pubblicazione avviso di convocazione dell'assemblea

La pubblicazione dell'avviso di convocazione sufficientemente in anticipo rispetto alla data dell'assemblea è uno dei principali obiettivi della direttiva europea (Cfr. Tavola I). Le tempistiche per la comunicazione di tutte le informazioni necessarie all'azionista con il fine di poter organizzare la propria partecipazione ai lavori assembleari è stabilita:

- in via generale entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea (art. 125-bis, co.1, TUF);
- in caso di assemblee convocate per l'elezione dell'organo amministrativo e di controllo, entro il quarantesimo giorno precedente tale data, onde consentire una più agevole presentazione delle liste (art. 125-bis, co.2, TUF);
- in caso di assemblee convocate a seguito di riduzione del capitale per perdite o al di sotto del minimo legale, entro il ventunesimo precedente tale data

NOTE

¹⁰ Commento Notaio Angelo Busani (IPSOA – Le società n.4/2010).

¹¹ Cfr. art. 127-quarter, TUF



Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia



Integrazione dell'ordine del giorno nei paesi membri

Numero minimo di giorni necessari per la richiesta di integrazione dell'ordine del giorno da parte degli azionisti								
Paesi Membri	Pre-GM	post pubblicazione avviso	Paesi Membri	Pre-GM	post pubblicazione avviso	Paesi Membri	Pre-GM	post pubblicazione avviso
Austria	21		Grecia		n/a	Portogallo		n/a
Belgio		n/a	Irlanda	42		Regno Unito	42	c)
Bulgaria	15		Italia	10		Repubblica Ceca	20	d)
Cipro	42		Lettonia	6	7	Romania		15
Danimarca	42		Lituania	14		Slovacchia	20	
Estonia	16		Lussemburgo	n/a		Slovenia	4	7
Finlandia		a)	Malta	46		Spagna	5	5
Francia**	25	b)	Paesi Bassi	60		Svezia		e)
Germania	30		Polonia	21		Ungheria	7	8

a) 28 gg. prima del ricevimento dell'avviso dell'assemblea

b) Se la società ha pubblicato l'avviso dell'assemblea nel «Bulletin des Annonces Légales Obligatoires» più di 45 giorni prima della data dell'assemblea stessa, entro 20 giorni dalla sua pubblicazione.

c) Se più tardi, il momento in cui viene pubblicato l'avviso dell'assemblea.

d) Entro il ventesimo giorno precedente l'assemblea stessa, o, se indicata, prima della data di registrazione.

e) Al più tardi una settimana prima della prima data utile per la pubblicazione della convocazione dell'assemblea, o in tempo utile affinché il punto sia iscritto nella convocazione all'assemblea

Fonte: Gazzetta Ufficiale dell'UE, 21/10/2010

Tavola 2

(art.125-bis, co.3, TUF);

- in caso di assemblee convocate per autorizzare misure difensive in pendenza di offerte pubbliche di acquisto, entro il quindicesimo giorno precedente tale data (art.125-bis, co.4, TUF).

Integrazione dell'ordine del giorno

La SHRD legifera che gli azionisti abbiano diritto di iscrivere punti all'ordine del giorno (art.6 co. 1(a)) e che ciascun stato membro fissi un'unica data, in funzione di un determinato numero di giorni precedenti l'assemblea o la convocazione (art.3,

co.3) (Cfr. Tavola 2).

La facoltà di poter inserire un punto all'ordine del giorno è senz'altro un'occasione eccezionale per poter partecipare attivamente alla gestione della società e non vivere passivamente la condizione di Socio azionista.

Termine deposito liste per nomina CdA

Tra le modifiche di adeguamento statutario necessario si segnala l'obbligo di adeguamento del termine di deposito delle liste per la nomina degli organi sociali. Sul punto, la direttiva 2007/36/EC non statuisce alcun obbligo specifico, anche in considerazione di una legislazione variegata dei paesi membri sul tema.

Nell'ordinamento italiano viene tuttavia previsto che le liste in questione debbano essere "depositate presso l'emittente entro il venticinquesimo giorno precedente la data dell'assemblea chiamata a deliberare sulla nomina dei componenti del consiglio di amministrazione e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito

Internet e con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea." (Art. 147 ter comma 1 bis TUF¹²).

Il giorno del deposito della liste può essere stabilito in un arco temporale tra la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, anticipato al quarantesimo giorno prima della data di convocazione, ed entro il venticinquesimo giorno precedente la riunione stessa.

Il legislatore prevede, anche per questa procedura, il meccanismo della data di registrazione, poiché i soggetti che intendono depositare un elenco dei candidati, debbono risultare titolari di una soglia di partecipazione minima determinata dalla Consob, nel giorno stesso del deposito delle liste.

La data di registrazione

Come indicato nella Premessa al presente articolo, a nostro parere, la più interessante novità introdotta nel nostro ordinamento è la così detta "record date" o "data di registrazione".

NOTA

12 Le nuove disposizioni contengono un'espressa dichiarazione di efficacia per le società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi, nonché le banche e le imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici. La modifica interessa società di rilievo quali ad esempio Finmeccanica, Eni ed Enel che finora, su tale questione, seguivano la normativa sulle privatizzazioni (L. n. 474/1994) e non quella del TUF.

La data di registrazione nei paesi membri

Giorno della data di registrazione nei Paesi Membri								
Paesi Membri	n.	calendario/mercato aperto	Paesi Membri	n.	calendario/mercato aperto	Paesi Membri	n.	calendario/mercato aperto
Austria	10°	Calendario	Grecia	5°	Mercato	Portogallo	n/a	
Belgio	n/a		Irlanda	2°	Calendario	Regno Unito a)	2°	Mercato
Bulgaria	14°	Calendario	Italia	7°	Mercato	Repubblica Ceca	7°	Calendario
Cipro	2°	Mercato	Lettonia	6°	Mercato	Romania	b)	
Danimarca	7°	Calendario	Lituania	5°	Mercato	Slovacchia	3°	Calendario
Estonia	7°	Calendario	Lussemburgo	n/a		Slovenia	4°	Calendario
Finlandia	8°	Mercato	Malta	30°	Calendario	Spagna	5°	Calendario
Francia	3°	Mercato	Paesi Bassi	28°	Calendario	Svezia	5°	Mercato
Germania	21°	Calendario	Polonia	16°	Calendario	Ungheria	7°	Mercato

(a) Una società quotata deve determinare il diritto di voto ad un'assemblea in funzione della situazione del registro dei membri in un momento (stabilito dalla società) che non cada oltre 48 ore prima dell'assemblea. Nel calcolare tale periodo non si deve tener conto dei giorni che non sono lavorativi, interi o parziali.

(b) Ciascuna società stabilisce un'unica data di registrazione. In base all'articolo 7, paragrafo 3, la data di registrazione deve precedere la data consentita per la presentazione di deleghe, ossia deve precedere l'assemblea di almeno 2 giorni.

Fonte: Gazzetta Ufficiale dell'UE, 21/10/2010

Tavola 3

La legittimazione all'intervento nell'assemblea delle società con azioni quotate e all'esercizio del diritto di voto è disciplinata, nell'ambito del titolo dedicato al sistema di gestione accentrata, dall'articolo 83-sexies, comma 1 e 2 del TUF, alla cui disciplina rinvia l'articolo 2370, comma quinto, del codice civile.

Gli intermediari che partecipano al sistema di gestione accentrata comunicano all'Emittente (società italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri paesi dell'Unione europea), gli azionisti registrati nelle proprie scritture contabili, al termine del settimo giorno di mercato aperto prima della data dell'assemblea.

L'Emittente riceve le comunicazioni da

parte degli intermediari entro un determinato numero di giorni di mercato aperto¹³ precedente la data dell'assemblea in prima convocazione.

Tali azionisti, sono legittimati ad intervenire in assemblea ed esercitare il diritto di voto, "nulla rilevando i successivi trasferimenti e registrazioni relativi alle azioni: si può così realizzare una scissione tra proprietà delle azioni e titolarità del diritto di voto, impossibile nei sistemi basati sul cosiddetto "blocco" delle azioni"¹⁴.

La disciplina consente dunque al soggetto titolare delle azioni alla data della *record date* di partecipare al voto assembleare, pur trasferendo le proprie azioni dopo la data di registrazione¹⁵.

Il meccanismo appena descritto è di fondamentale importanza poiché per gli

NOTE

13 "Le comunicazioni indicate nel comma 1 devono pervenire all'emittente entro la fine del terzo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione ovvero il diverso termine stabilito dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia con regolamento, oppure entro il successivo termine stabilito nello statuto delle società indicate nel comma 3. Resta ferma la legittimazione all'intervento e al voto qualora le comunicazioni siano pervenute all'emittente oltre i termini indicati nel presente comma, purché entro l'inizio dei lavori assembleari della singola convocazione." (art 83-sexies, co. 4, TUF).

14 Marco Venturozzo, Recepimento della "Direttiva sui diritti degli azionisti" e *governance* delle società quotate, Nedcommunity- la voce degli indipendenti, numero 5 ottobre 2010.

15 In deroga a tale disposizione tuttavia, il decreto prevede che colui a cui favore sia effettuata la registrazione delle azioni successivamente la *record date*, possa invocare l'annullamento delle delibere assembleari ed esercitare il diritto di recesso (art. 127-bis, co.1 e 2 TUF; art. 2377 e 2437, CC).



Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia



Partecipazione in Assemblea pre e post record date indici Aex e Cac 40

Partecipazione in Assemblea pre-post record date in Francia e Olanda					
Indice	2006	2007	Incremento	2008	2009
	Pre record date	Post record date		Post record date	
Aex	35,90%	43,40%	7,50%	47,50%	47,90%
Cac 40	48,80%	56,10%	7,30%	59,89%	61,98%

Fonte: Eumedion Corporate Governance Forum. Evaluation 2010 AGM Season

Tavola 4

Partecipazione in Assemblea pre e post record date indice FTSE Mib

Partecipazione in Assemblea pre-post la record date in		
Indice	2010	2011
	Pre record	Post-record date
FTSE Mib	45,20%	47,00% <X> 49,00%

Fonte: Ns elaborazioni su dati pubblici

Tavola 5

azionisti, soprattutto istituzionali, è vitale poter disporre liberamente in qualunque momento dei propri titoli azionari.

Come si evince dalla *Tavola 3*, la *SHRD*, lascia ampio spazio di decisione ai paesi membri di stabilire il giorno della data di registrazione, che in ogni caso "non può precedere di oltre trenta giorni la data dell'assemblea a cui si riferisce"¹⁶.

Generalmente, ad una data di registrazio-

ne più lontana dal giorno dell'assemblea si associa l'interesse del legislatore di agevolare l'emittente nell'adeguata organizzazione della riunione stessa, pur avendo consapevolezza della concreta possibilità che il soggetto al quale spetta il diritto di voto non sia più titolare di alcuna partecipazione. Viceversa, ad una data di registrazione più vicina all'assemblea si associa il tentativo del legislatore di garantire il più possibile il diritto di voto ai reali possessori dei titoli azionari.

Analisi andamento voti

A partire dal primo gennaio 2007 in due paesi dell'area Euro, la Francia e l'Olanda, è stato introdotto il meccanismo della data di registrazione. La vicinanza temporale della circostanza e la possibilità di "isolare" l'effetto dell'introduzione della *record date*¹⁷, ci hanno spinti ad analizzare i dati della partecipazione assembleare, pre e post *record date*, relativi ai due indici

più rappresentativi, l'Aex ed il Cac 40.

Come mostrato nella *Tavola 4*, in entrambi gli indici si è registrato un aumento della partecipazione assembleare (percentuale del capitale sociale) proprio a partire dall'entrata in vigore della *record date*.

Per poter stimare gli effetti dell'introduzione della data di registrazione in Italia ed in generale della *SHRD*, sarebbe necessaria una politica di trasparenza da parte di tutte le Emittenti, per ciò che concerne la segmentazione della propria compagine azionaria e la relativa votazione espressa durante l'assemblea. La *SHRD*, infatti, impone semplicemente di rendere pubblici i dati delle votazioni entro e non oltre il quindicesimo giorno successivo all'assemblea (art.14), recepito in Italia sic et simpliciter dall'Art. 125-quarter co.2 del TUF, con l'unica differenza nell'anticipo della data di pubblicazione al quinto giorno successivo all'assemblea. Il contenuto dei risultati della votazione da rendere pubblico è, purtroppo, generico¹⁸.

Partiamo da una annotazione di fatto evidente nella *Tavola 5*: nel 2010 mediamente la partecipazione assembleare è stata del 45,20% del capitale sociale dell'Indice FTSE Mib¹⁹ italiano. Per l'anno venturo, grazie all'eliminazione del blocco delle azioni, la partecipazione dovrebbe aumentare. Gli effetti immediati della *SHRD* potrebbero essere tuttavia affievoliti da alcuni fattori principali.

Innanzitutto, saranno necessari alcuni anni prima che il meccanismo della data di registrazione entri in funzione nel migliore dei modi. In quasi il 5% delle assemblee olandesi²⁰ ancora viene applicato il blocco delle azioni. Teniamo presente che anche nella legislazione italiana da anni non è prevista l'applicazione di tale meccanismo. Ciononostante, agli investitori istituzionali internazionali spesso non è dato modo di esprimere il proprio voto.

NOTE

16 Cfr. art. 87, co.1, SHRD.

17 Il meccanismo della *record date* è stato introdotto in anticipo rispetto a tutte le altre disposizioni richieste dalla Direttiva Europea

18 ..almeno il numero di azioni per le quali sono stati espressi voti validi, la proporzione di capitale che tali voti rappresentano, il numero totale di voti validamente espressi, nonché il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e, se applicabile, il numero delle astensioni".

19 Elaborazione dei dati pubblicati sul sito internet dalle Emittenti dell'Indice FTSE Mib.

20 Eumedion Corporate Governance Forum. Evaluation 2010 AGM Season.

In secondo luogo, le assemblee di bilancio in Italia si concentrano nei mesi di aprile e maggio, contemporaneamente a molte altre assemblee nell'area euro. Questo scoraggia la partecipazione degli azionisti che detengono quote minoritarie per garantire la propria partecipazione nelle assemblee delle emittenti delle quali detengono quote più rilevanti.

A supportare tale ipotesi vi è uno studio di ISS Riskmetrics²¹, dal quale emerge che solamente il 16% del flottante ha votato nelle assemblee italiane. Una interpretazione plausibile potrebbe essere avvalorata dal fatto che una quota considerevole del 45,20% dei voti registrati sia stata portata in assemblea da investitori rilevanti e strategici, i quali detengono circa il 50% del FTSE Mib.

Sembra che gli investitori di minoranza rinuncino ad esercitare il diritto di esprimere il proprio voto (a prescindere dall'applicazione della data di registrazione), poiché il peso delle loro votazioni durante le assemblee di emittenti con minore flottante risulta spesso essere ininfluenza.

Gli investitori istituzionali domestici di minoranza rappresentano una piccola quota dell'indice FTSE Mib, mediamente il 15%. Normalmente tali investitori hanno avuto una scarsa propensione alla partecipazione assembleare sia in Italia che all'estero.

Gli investitori istituzionali internazionali, esclusi gli strategici, mediamente rappresentano il 25% del FTSE Mib. Questi generalmente sono più attivi e più attenti all'analisi di ciascun punto all'ordine del giorno.

In Francia, l'attivismo degli investitori istituzionali sia domestici che internazionali è stata molto pressante pur avendo registrato un calo delle quote detenute dai non-residenti (dal 45,7% nel 2006 al 42,30% dell'indice Cac 40 alla fine del

2009²²).

Inoltre, in Olanda, circa il 60% dell'indice Aex è rappresentato da investitori istituzionali internazionali²³, e non sono state riscontrate sostanziali modifiche. Anche l'attivismo degli investitori internazionali non ha subito variazioni e negli ultimi anni gli investitori non-residenti che detengono quote rilevanti rappresentano mediamente il 30%²⁴.

Le emittenti olandesi hanno un flottante più alto e probabilmente gli investitori sono maggiormente incentivati ad esercitare il proprio diritto di voto transfrontaliero.

Conclusioni

Il recepimento della SHRD avviene in un periodo di decadenza economica soprattutto del mondo occidentale, conseguente ad una crisi dei mercati finanziari del 2008-2009.

Non si tratta certo di una normativa ideata per contrastare questa crisi, tuttavia vi è almeno l'auspicio che essa possa costituire un contributo per l'agognata ripresa. *"Tale nuova disciplina, che ha l'obiettivo di favorire la partecipazione degli azionisti alla vita delle società, incentiva indubbiamente un rapido ed efficiente accesso degli investitori istituzionali di tutto il mondo (fondi comuni, fondi hedge, assicurazioni, eccetera) al capitale di rischio delle aziende che siano ritenute di ciò meritevoli..."*²⁵.

In concreto, se verranno colte le opzioni che la legge propone (ma, d'altro lato, non è difficile nutrire un certo scetticismo, stante la flebile contendibilità delle società quotate in Italia e la forte presa che su di esse hanno i soci di maggioranza), un azionista comodamente seduto nella sua poltrona negli Stati Uniti sarà in grado di conoscere perfettamente, "scaricandoli" da internet, i materiali

che la società deve mettere a disposizione dei soci in vista dell'assemblea e, sempre via internet, potrà esprimere il proprio voto o, in alternativa, potrà rilasciare, a un soggetto di sua fiducia, una delega elettronica per l'espressione del voto in suo nome e conto.

Generalmente gli investitori istituzionali si avvalgono del supporto dei così detti "Proxy Advisor", agenzie specializzate nell'analisi di ogni singolo punto all'ordine del giorno. Gli analisti delle agenzie emettono giudizi e raccomandazioni tenendo soprattutto in considerazione ciò che viene ritenuto contrario agli interessi degli azionisti. È stato anche constatato che negli ultimi anni, l'importanza delle raccomandazioni dei Proxy Advisor avrebbe riscontrato sempre più interesse da parte degli investitori istituzionali. Nel nostro Paese è lecito attendersi, in funzione della minore propensione alla partecipazione assembleare degli investitori domestici, una partecipazione più attiva da parte molto probabilmente degli investitori istituzionali internazionali.

Giova riportare alcuni elementi tratti da un interessante rapporto pubblicato da ISS Riskmetrics²⁶, dove si evince che nel corso del primo semestre dell'anno 2010, alcuni punti all'ordine del giorno

NOTE

- 21 Institutional Shareholder Services Inc, 2010 voting results report Europe. September 2010.
- 22 Non-residents' equity holdings in French CAC 40 companies at end-2009. Julien Le Roux, Balance of Payments Directorate-Securities Division. Banque de France, quarterly Selection of Articles no.18 Summer 2010.
- 23 An Interview of 2009 General Meeting Season in the Netherlands. Josiane Fanguiovény. Governance for Owners.
- 24 Balance of payments, and International Investment Position. Settembre 2010, DNB Bank.
- 25 www.ipsoa.it, "Più partecipazione all'assemblea delle società" - Angelo Busani, 6/04/2010.
- 26 Institutional Shareholder Services Inc, 2010 voting results report Europe. September 2010.

Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia



hanno ottenuto il maggior numero di dissensi in Europa: piano di incentivazione azionario, politica retributiva, aumento di capitale, nomina degli amministratori e programma acquisto azioni proprie.

Sulla base degli argomenti prospettati, appare pertanto fondata, l'attesa di una stagione assembleare più movimentata anche in Italia. Una stagione nella quale,

alla luce dell'applicazione delle nuove norme poc'anzi esaminate, gli investitori istituzionali internazionali potranno avere una voce più incisiva.

Siamo lieti di raccogliere osservazioni e commenti. Contattateci attraverso la segreteria Aiaf info@aiaf.it e saremo disponibili ad approfondire con voi le tematiche di interesse.

(Riproduzione riservata)

Associazione Italiana degli Analisti Finanziari

costituita nel 1971



Consiglio Direttivo

Presidente: Mario Noera

Vice Presidenti: Umberto Carugati
Alfonso Scarano

Consiglieri: Claudio D'Esposito (tesoriere),
Paolo Balice, Luca D'Onofrio,
Giuseppe Di Napoli, Antonio Mansueto, Ivano
Francesco Mattei, Renato Salsa, Laura Vitale

Collegio dei Revisori

Presidente: Marco Fabruzzo

Paolo Citoni, Bianca Laura Volterra (effettivi)

Collegio dei Proviviri

Presidente: Teodoro Loverdos

Daniela Carosio, Angela Monti (effettivi)

Sede e Segreteria

Segretario Generale: Franco Biscaretti di Ruffia

Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani,
Monica Berto, Sabrina Napoli

Corso Magenta, 56 - 20123 Milano

Tel. +39 0272023500 r.a.

Fax +39 0272023652

sito Internet: www.aiaf.it - e-mail: info@aiaf.it

AIAF Formazione e Cultura Srl Unipersonale

Presidente e Amministratore Delegato: Mario Noera

Consiglieri: Claudio D'Esposito (tesoriere)

Umberto Carugati, Antonio Mansueto,
Alfonso Scarano

Segretario del Consiglio: Franco Biscaretti di Ruffia

Direttore della formazione: Silvio Ceretti

Organismi internazionali

EFFAS

European Federation
of Financial Analysts Societies

Secretariat: Claudia Stinnes
Mainzer Landstrasse 47a
DE 60329 Frankfurt am Main
DE 60329 GERMANY
Tel. +49 69 26 4848 300
Fax +49 69 26 4848 335
sito Internet: www.effas.com
e-mail: claudia.stinnes@effas.com

ACIIA®

Association of Certified
International Investment Analysts
Company Secretary: Fiona Tween
Feldstrasse 80 Buelach CH
8180 Switzerland
Tel. 0041 448723551
Fax 0041 448723532
sito Internet: www.aciaa.org
e-mail: tween@aciaa.org

Soci Sostenitori Banca Aletti, Beni Stabili, Enel, ENI, Fondiaria-Sai, Intesa Sanpaolo, Italcementi, UBI Banca, UniCredit Group