



di Massimo Foschiani*; Veronica Vari**



e Laura Vitale***

L'Esercizio di voto in Assemblea: strumenti per favorire la partecipazione dell'investitore nella legislazione USA

Introduzione

Sempre più convinti dell'importanza dell'esercizio del voto nelle assemblee e confortati dai recenti cambiamenti in tema dei diritti degli azionisti in Europa, riprendiamo le fila dell'argomento aperto nella rivista AIAF del dicembre 2010¹ per approfondire i principi fondanti la legislazione americana e l'evoluzione della regolamentazione attuativa.

Se i mutamenti imposti alla legislazione italiana dalle direttive comunitarie si ispirano in larga parte a concetti giuridici di matrice anglosassone, quale, dunque, l'obiettivo degli organi di vigilanza USA in materia? La risposta, per quanto ovvia possa sembrare, è complessa: maggiore trasparenza e comunicazione più efficienti tra azionisti e imprese. Quanto più gli investitori sono informati, tanto più sono in grado di poter valutare l'operato della Leadership delle Società Quotate nelle quali investono "risparmi" e "fiducia". Negli Stati Uniti le società emittenti hanno il dovere di fornire agli azionisti tutte le informazioni e gli strumenti necessari per poter esercitare il diritto di voto. Secondo le ultime disposizioni della Securities and Exchange Commission (SEC), l'emittente deve mettere a disposizione del pubblico materiale informativo in formato elettronico tramite il sito internet e su richiesta esplicita dell'investitore anche in copia cartacea. Sostanzialmente, l'attività di comunicazione con gli azionisti è di tipo "Pushed", su iniziativa dell'emittente. L'investitore non deve dunque andare alla ricerca di informazioni per documentarsi: semplicemente, le riceve. E non è questione di poco conto.

Principi ed evoluzione normativa negli USA

La legge pubblica n. 107-204 approvata dal Congresso 107 degli USA il 30 luglio 2002, comunemente nota come Sarbanes-Oxley Act ("SOA")² in nome dei suoi proponenti, rappresenta una pietra miliare del sistema di *governance* aziendale ed è il punto di partenza per analisi sul sistema di partecipazione degli investitori alle scelte aziendali. L'esercizio del voto quale espressione di un diritto riconosciuto ai singoli assuntori di capitale di rischio deve consentire una forma di controllo sull'operato degli amministratori³.

Principale obiettivo della SOA è proprio quello di proteggere gli investitori migliorando l'accuratezza e l'affidabilità delle procedure di trasparenza.

La SOA è applicata sia alle imprese USA che a quelle estere quotate negli USA. Ciò consente di ricavare un dato ampio ed attendibile circa gli effetti derivanti dall'applicazione della stessa.

Numerose e pregevoli ricerche effettuate mostrano che pur avendo ambedue le categorie di aziende (USA e non USA) incrementato la trasparenza, tale incremento è stato significativamente più ampio per le aziende non USA⁴.

Le stesse ricerche hanno messo in evidenza che uno degli elementi collegati all'incremento della trasparenza è proprio la partecipazione attiva degli investitori⁵. Gli investitori istituzionali, in particolare, appaiono assumere un ruolo preminente nel

processo attraverso cui l'azionariato diffuso può sottoporre proposte al Consiglio di Amministrazione ("CdA") al fine di incrementare il valore aziendale nonché del titolo quotato in Borsa⁶.

La SEC, tra l'altro, promuove la partecipazione degli azionisti retail alle deliberazioni assembleari attraverso iniziative di divulgazione ed assistenza intraprese da un apposito ufficio ("Office of Investor Education and Advocacy") ed un call-center con una linea dedicata agli investitori ("Investor Assistance"). Le società americane stabiliscono quella che è conosciuta come "record date"⁷.

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 Le novità in tema di esercizio di voto nelle società quotate: l'impatto della "Record Date" in Italia, di Foschiani, Vari, Vitale, Rivista AIAF online, n. 77 - dicembre 2010, p. 17 segg.
- 2 Public Law 107-204 July 30, 2002 - 116 Stat. 745 Sarbanes-Oxley Act of 2002. Corporate responsibility. 15 USC 7201 note.
- 3 Stefan Arping, Zacharias Sautner, "Did the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Make Firms Less Opaque? Evidence from Analyst Earnings Forecasts", April 26, 2010.
- 4 Bailey, W., Karolyi, G. A., and Salva, C., 2006, The economic consequences of increased disclosure: Evidence from international cross-listings, *Journal of Financial Economics* 81, 175-213.
- 5 Gillan, S., and L. Starks, 2007, The Evolution of Shareholder Activism in the United States, *Journal of Applied Corporate Finance*, 19, 55-73.
- 6 Davis, G., and E. H. Kim, 2007, Business ties and proxy voting by mutual funds, *Journal of Financial Economics*, 85, 552-570.



L'Esercizio di voto in Assemblea: strumenti per favorire la partecipazione dell'investitore nella legislazione USA



Gli azionisti aventi diritto al voto sono individuati all'ora di chiusura della giornata lavorativa stabilita dal CdA compresa tra i sessanta e i dieci giorni antecedenti la data di convocazione dell'Assemblea⁸. Per le società quotate sul listino di New York il termine raccomandato è di trenta giorni⁹. In assenza di decisione del CdA la data per l'individuazione degli aventi diritto al voto è quella del giorno precedente alla data di emissione della comunicazione di convocazione dell'Assemblea. Per le ipotesi in cui viene richiesto il consenso degli azionisti in forma scritta senza indicazione di Assemblea, la data di riferimento è quella del primo atto scritto, relativo alla mozione per cui si vota, pervenuto nella sede legale della società.

Il legislatore concede ampia flessibilità alla data della *record date* al fine di contemperare le esigenze procedurali aziendali con la finalità di concedere all'azionista un tempo sufficiente per informarsi adeguata-

mente e restituire il modulo di delega ("Proxy Form") all'intermediario incaricato. Si tratta di un modulo di istruzioni di voto ("Voting Instruction Form") e relativa documentazione (Bilancio e altre informazioni) che la società deve sottoporre all'azionista. Il VIF è suddiviso in due parti: la prima contiene l'elenco degli argomenti all'ordine del giorno e la seconda parte è suddivisa in tre colonne (favorevole / contrario / astenuto - da siglare a cura dell'investitore) per consentire la scelta del voto.

Il voto può essere esercitato unicamente dagli investitori titolari di azioni della società alla data determinata con le modalità sopra indicate hanno il diritto di voto. Negli Stati Uniti sono le emittenti che hanno il dovere di fornire tutte le informazioni e gli strumenti necessari per poter votare. Dicevamo in Premessa che secondo le ultime disposizioni della Sec, l'emittente deve mettere a disposizione del pubblico in formato elettronico il materiale per la Proxy tramite il sito internet e su richiesta esplicita anche in copia cartacea.

Di seguito, una breve descrizione delle modalità di comunicazione¹⁰.

Nel 2007 la SEC ha introdotto modifiche per la partecipazione e il voto in Assemblea. Le società possono notificare in forma elettronica a tutti gli azionisti un invito a votare indicando tutte le modalità per il voto elettronico¹¹. Diversamente, e anche agli azionisti che espressamente lo richiedano, le società restano tenute a spedire un plico per la partecipazione in forma cartacea¹².

Dall'1 gennaio 2010 sono state modificate le regole di partecipazione e votazione per le azioni detenute tramite intermediario, caso che riguarda la maggior parte degli investitori USA e sul quale ampiamente andremo ad argomentare nella sezione successiva del presente articolo.

Nel 2007, l'organo di vigilanza (SEC) ha approvato le procedure per promuovere l'uso di internet al fine di abbattere i costi per le emittenti e di rendere il materiale per la proxy agevolmente disponibile a tutti gli investitori¹³. La delega di voto è inviata agli azionisti tramite gli intermediari che dovrebbero ricevere indietro il modulo entro e non oltre dieci giorni dalla data dell'assemblea. Vi sono tre modalità di composizione della documentazione da inviare¹⁴.

1) "**Notice Only option**": secondo le nuove disposizioni, entro e non oltre 40 giorni dall'assemblea, l'emittente invia un "Notice Only" al beneficiario effettivo qualora abbia comunicato i propri dati personali all'emittente o tramite il proprio intermediario incaricato. Il "Notice Only" viene comunque inviato agli azionisti della Record Date.

Poiché nella maggior parte dei casi alla data della Record Date compare solo il nome degli intermediari, l'emittente deve inviare la comunicazione in tempo utile a far pervenire lungo la catena degli intermediari la comunicazione agli azionisti (40 giorni prima dell'Assemblea).

Il "Notice Only" comprende, insieme alle informazioni in merito alla procedura da seguire per partecipare all'Assemblea, l'indirizzo internet tramite il quale è possibile reperire il materiale ed un numero identificativo che permette di accedere alla proxy card. La proxy card non può essere inclusa nel "Notice Only" ma l'Emittente ad ogni modo, può inviarla nei dieci giorni successivi al "Notice Only". Secondo le statistiche di Broadridge¹⁵ le emittenti scelgono il metodo del Notice Only per motivi di costi. Questo tipo di comunicazione è ovviamente molto meno costosa del Full Set Delivery ma deve essere rispettato il suddetto termine di 40 giorni per consentire all'investitori di ricevere eventuali ulteriori informazioni.

NOTE

7 SEC, 2003, Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies, 17 CFR Parts 239, 249, 270, and 274 Release Nos. 33-8188, 34-47304, IC-25922.

8 Delaware General Corporation Law, par. 213.

9 New York Stock Exchange Listed Company Manual, par. 4101.03.

10 Fabio Saccone, E-Proxy Reform -Proxy Reform, Activism, and the Decline in Retail Shareholder-Voting. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1731362

11 SEC, Exchange Release N. 34-56135, 26 luglio 2007 nota 51

12 SEC, Exchange Release N. 33-7233, 6 ottobre 1995.

13 Tutte le emittenti e altri soggetti incaricati per la raccolta delle deleghe (Third Party Solicitation) sono tenuti a pubblicare il materiale per la proxy su un sito internet e a fornire l'Avviso della disponibilità del materiale della proxy agli azionisti.

14 Per avere più informazioni dettagliate: <http://www.sec.gov/rules/final/2010/33-9108-secg.htm>

15 Broadridge Sample data and Statistical Measurement, November 18, 2008.

2) **"Full set Delivery Option"**: oltre che al materiale inviato per obbligo di legge deve essere compresa nell'invio tutta la documentazione che l'investitore ha facoltà di richiedere ai sensi della procedura di invio *"Notice only"* e, pertanto, il termine di 40 giorni può essere derogato.

3) **"Third Party Solicitation"**: è previsto che un soggetto giuridico in luogo dell'emittente provveda all'invio di materiale agli azionisti. Tale soggetto non è obbligato a comunicare con tutti gli azionisti ma può operare una selezione degli azionisti dei quali desidera raccogliere la Proxy.

Attualmente gli azionisti retail detengono circa il 30% del capitale sociale delle Società quotate americane¹⁶. Tuttavia, secondo una ricerca della SEC¹⁷, si evince che nel 2010 ha votato solo il 4.58% tra quanti hanno ricevuto il materiale in forma "Notice Only" e il 22.10% tra coloro che hanno ricevuto la comunicazione mediante "Full set Delivery Option". Questo drammatico calo della partecipazione è stato per ora attribuito all'introduzione delle nuove e-proxy rules¹⁸. Dunque a fronte di un risparmio economico conseguito dall'Emittente sembra corrispondere un calo della

partecipazione assembleare degli azionisti.

Riforma della procedura di votazione mediante intermediario ("Broker discretionary voting for uncontested Director Election")

Secondo una interessante indagine condotta dal Proxy Voting Group del NYSE¹⁹ non è dato conoscere il beneficiario ultimo di una quota significativa delle azioni emesse nel mercato statunitense. Appare che il 70%-80% circa dei titoli sono registrati come *"street name"*²⁰, ossia tramite un broker, una banca o un depositario.

La lista dei *Beneficial Owners* censita come *"street name"* è gestita dai broker o dalle banche e non dalle società stesse. Tuttavia, la SEC obbliga tali intermediari a fornire le generalità dell'azionista che non si opponga a svelare la propria identità all'emittente che ne faccia richiesta. Questi sono i così detti *"Non Objecting Beneficial Owners"* ovvero *"NOBOs"*.

Il NYSE stabilisce che l'emittente debba pagare l'intermediario per ottenere la lista dei NOBOs.

Gli azionisti che preferiscono la riservatezza della propria identità, e cioè gli *"Objecting Beneficial Owners"* ovvero *"OBOs"*, tuttavia rappresentano mediamente il 75% delle azioni in *"street name"*.

Inoltre, le emittenti che finalmente accedono alla lista dei NOBOs, non hanno la possibilità di fornire direttamente il materiale necessario per la proxy, ma debbono avvalersi del supporto degli intermediari, i quali in alcune circostanze, hanno la facoltà di votare al posto del beneficiario ultimo.

Gli intermediari possono avvalersi del diritto di voto, esclusivamente per i punti all'ordine del giorno che non rien-

trano nella lista delle 18 *"Non Routine Matters"*, qualora le schede di voto siano lasciate in bianco dall'azionista oppure non vengano restituite all'intermediario entro e non oltre 10 giorni antecedenti l'assemblea.

La Rule 452 del NYSE, disciplina le questioni ritenute particolarmente importanti, ovvero le *Non Routine Matters*, sulle quali è assolutamente necessario che l'azionista esprima esso stesso il proprio parere.

Per superare il problema del raggiungimento del Quorum assembleare è stato comunque concesso agli intermediari, già a partire degli anni '30 del secolo scorso, di votare al posto degli azionisti stessi -punti all'ordine del giorno che vengono dunque considerati *"Routine Matters"* -.

In assenza di istruzioni di voto da parte del *beneficial owner*, normalmente gli intermediari esprimono voto favorevole ai candidati proposti dagli amministratori.

Caso molto dibattuto fu il rinnovo della carica del CEO Michael Eisner durante l'assemblea annuale della Walt Disney Company nel 2004, il quale ottenne il 55% dei voti a favore, il 45% dei quali apportati dai Broker²¹.

Il Consiglio di Amministrazione ha autorità su molte e rilevanti questioni inerenti al governo societario e gioca un ruolo fondamentale nella vita delle società stessa.

Pertanto la SEC, a seguito di numerosissime consultazioni, ha ritenuto opportuno eliminare il *"broker discretionary voting for uncontested Director Election"*²², disposizione entrata in vigore nel gennaio del 2010.

Inoltre, sempre al fine di agevolare le decisioni degli azionisti nel valutare se un amministratore sia ritenuto più o meno adatto a ricoprire una determina-

NOTE

16 Federal Reserve Statistical Release. <http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/z1.pdf>

17 SEC Releases Nos 33-9073.

18 Fabio Saccone, E-Proxy Reform -Proxy Reform, Activism, and the Decline in Retail Shareholder-Voting.

19 Report and recommendations of the proxy working group to the New York Stock Exchange. June 5, 2006.

20 Deriva dal fatto che molti anni addietro le Società incaricate della custodia dei titoli, avevano la loro sede principale a Wall Street.

21 Report and recommendations of the proxy working group to the New York Stock Exchange. June 5, 2006.



L'Esercizio di voto in Assemblea: strumenti per favorire la partecipazione dell'investitore nella legislazione USA



ta carica all'interno della società quotata, è stato modificato l'Item 401 della *Regulation S-K, Director and Nominee Qualifications*²³.

Le emittenti sono obbligate annualmente a rendere pubbliche le seguenti informazioni:

- esperienze particolari, qualifiche, ed abilità che hanno portato a concludere che il candidato sia valido a ricoprire la carica di amministratore;
- ogni relazione con "Public Company" e "registered investment company" per ogni amministratore negli ultimi cinque anni; ogni procedimento giudiziario che ha coinvolto gli amministratori negli ultimi dieci anni.

In aggiunta, è stato modificato anche l'Item 407 della *Regulation S-K* e la relativa *Schedule 14 A*, che richiede tutte le informazioni circa la struttura della leadership e le motivazioni secondo le quali tale struttura è la migliore applicabile per il bene della Società. Soprattutto nel caso in cui non sia stata scelta la separazione del ruolo del CEO dal *Chairman*, se sia stato individuato un *Lead Independent Director*. Si richiedono inoltre tutte le informazioni sull'impatto del ruolo del CdA sul processo del rischio di gestione della Società.

Va osservato tuttavia che, con grandissimo stupore degli operatori, non appare essersi rilevato un aumento significativo dei voti contrari durante rinnovo o nuova elezione del CdA²⁴.

Il 14 luglio 2010 la SEC ha deliberato all'unanimità di intraprendere un'indagine conoscitiva sull'attuale sistema delle deleghe e su quali eventuali modifiche regolamentari possano incrementare trasparenza ed efficienza.

L'indagine si sofferma in particolare sull'analisi della procedura di "disclosures" dei nominativi di azionisti che utilizzano gli intermediari. La finalità è valutare se la

presenza degli OBOs riduca sensibilmente, in via generale, la partecipazione alla votazione in assemblea ed in particolare, l'interesse dell'azionista nel valutare l'operato degli amministratori e di conseguenza, apportare modifiche ai regolamenti per facilitare la partecipazione stessa.

A questo punto, una riflessione dobbiamo farla. Se è pur vero che lo spessore dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana è notevolmente ridotto rispetto a quello statunitense, è anche vero che il livello di informativa concessa dagli emittenti "italiani" è ridotto. In Italia vige ancora l'ottica dell'informazione "Pulled"²⁵, cioè, chi vuole votare in Assemblea, le informazioni se le deve andare a cercare. E se tanto si sta facendo a livello di miglioramento dell'informativa sui bilanci, sui rischi e *disclosures* varie, ci sono informazioni di carattere qualitativo quali l'*expertise*, l'idoneità degli Amministratori a ricoprire quel particolare ruolo, in quella particolare società, collocata in quel particolare settore merceologico, che manca e che sono giudicabili solo *a posteriori*. Con un conseguente scarso livello di efficienza.

Il regime di trasparenza per la retribuzione dei dirigenti ("Executive Compensation")

Dalle prime indagini condotte da un importante istituto di ricerca competente nel settore, appare chiaro che, nella passata *proxy season*, gli azionisti si sono concentrati nell'esaminare attentamente l'*executive compensation*²⁶.

Non a caso nell'Agosto del 2010, è stata sottoposta ancora una proposta di inserire tra le "non routine matters" i voti circa l'*executive compensation*, secondo la sezione 957 del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

Tale provvedimento andrà ancor più a

rafforzare una altra notevole precedente modifica apportata all'Item 402 della *Regulation S-K*, che a nostro avviso sembra particolarmente interessante da argomentare e cioè la "Summary Compensation Table and Director Compensation Table disclosure of stock awards and option awards".

Nel 2006²⁷ la SEC aveva aggiunto numerose novità per ciò che concerne la trasparenza dei compensi soprattutto degli amministratori esecutivi, con effetti a partire dal gennaio del 2007.

La nuova norma modificata, secondo il FABS ASCT (Topic 718) richiede di segnalare l' "aggregate grant date fair value" delle opzioni quando sono assegnate agli esecutivi anche nel proxy statement annuale. La scelta di retribuire tramite azioni o stock-option risiede principalmente nella necessità di allineare gli interessi dei

NOTE

22 On July 1, 2009, the Securities and Exchange Commission approved by a 3-2 vote amendments to New York Stock Exchange Rule 452 and Section 402.08 of the NYSE Listed Company Manual that eliminate broker discretionary voting in uncontested elections of directors, other than for companies registered under the Investment Company Act of 1940. The amendments are effective for shareholder meetings held on or after January 1, 2010. Because many large brokerage firms in the United States are member organizations of the NYSE and subject to its rules, these changes may affect not only companies listed on the NYSE, but also companies listed on NASDAQ and other national securities exchanges, to the extent that the clients of NYSE-member brokerage firms hold stock of such companies. <http://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2009/34-59464.pdf>

23 SEC Release Nos. 33-9089 and 34-61175. <http://www.sec.gov/rules/final/2009/33-9089.pdf>

24 BNY Mellon Shareowner Services, 2010 Annual Meeting Study.

25 Fabio Saccone, E-Proxy Reform -Proxy Reform, Activism, and the Decline in Retail Shareholder Voting

26 ISS 2010 Proxy Season Review, Unites States.

27 SEC Release Nos. 33-8765; 34-55009; File No. S7-03-06.

manager con quelli degli azionisti. In sostanza, per far sì che i manager si comportino come i proprietari dell'azienda, non c'è miglior modo che farli diventare comproprietari dell'azienda stessa.

È stato tuttavia osservato dai ricercatori che il meccanismo insito nelle Stock Option non sembra garantire vantaggi univoci per la Società che le concede²⁸.

"I manager grazie alle stock options possono beneficiare di guadagni extra nel caso il titolo salga in borsa mentre, in caso di un crollo, non perdono denaro, si limitano solo ad annullare gli extra-guadagni. Sono un invito ai manager a prendersi rischi eccessivi in nome della crescita degli

NOTE

28 Sydney Finkelstein, Rethinking CEO Stock Option. http://www.businessweek.com/managing/content/apr2009/ca20090417_941667.htm

29 Alessandro Cravera, Competere nella complessità. Il management tra ordine e caos. 2008 ETAS.

30 Shareholder Approval of Executive Compensation and Golden Parachute compensation. Release No. 33-9178; 34-63768 <http://www.sec.gov/rules/final/2011/33-9178.pdf>

31 Situazione differente si ha riguardo all'esercizio del diritto di voto che è riferito a ciascuna azione di cui il Trust è titolare. Il voto è esercitato singolarmente per azione su delega vincolata o autonoma.

Nel caso di delega vincolata, il Trust rilascia delega per l'intervento all'Assemblea con vincolo di voto in conformità alle Proxy Cards inviate al Trust stesso, con indicazione di voto da parte dei possessori di ADS, per numero corrispondente alle azioni oggetto di delega. Per tali azioni il relativo delegato potrà manifestare il voto per conto dei possessori degli ADS solo ed esclusivamente per le deliberazioni sulle quali gli stessi sono stati chiamati a votare, e di ciò viene data evidenza negli elenchi dei voti espressi da ciascun socio, che risulteranno in allegato al verbale della delibera assembleare. Nel caso di delega autonoma, il Trust richiede alla banca depositaria, quale intermediario aderente al sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari dematerializzati, il rilascio dell'apposita certificazione direttamente al "beneficial owner" dei corrispondenti ADS, con indicazione del nominativo e con autonomia di voto.

*utili e del rialzo dei titoli in borsa. Se, infatti, il mercato è in forte rialzo, tutte le imprese quotate beneficiano di una certa crescita del valore delle azioni: attraverso il meccanismo delle stock options ci si troverebbe quindi nella situazione di retribuire managers con prestazioni poco brillanti, che, magari, hanno ottenuto risultati molto inferiori a quelli dei concorrenti, solo in virtù del fatto che la Borsa è salita"*²⁹.

Proprio in considerazioni di motivi come quello dianzi riferito, il 25 Gennaio del 2011, la SEC ha emesso la tanto attesa regolamentazione finale sul "say on pay"³⁰.

Finalmente gli azionisti hanno la possibilità di esprimere la propria opinione sulle remunerazioni degli amministratori, con entrata in vigore a far data dalle assemblee previste a partire dal 21 gennaio 2011. Peraltro, alcune società come Microsoft Corporation, Apple Inc e Verizon hanno volontariamente inserito le proprie risoluzioni su "say on pay".

Le novità di rilievo da illustrare appaiono essere le seguenti:

1. gli azionisti, di società con una capitalizzazione di oltre i 75 milioni di dollari, possono votare almeno ogni tre anni sulla remunerazione degli amministratori;
2. gli azionisti debbono decidere se la votazione è a scadenza annuale oppure come precedentemente indicato, almeno una volta ogni tre anni;
3. le società debbono stabilire se il voto degli azionisti è vincolante;
4. maggiore trasparenza nel modello 8-K soprattutto per ciò che concerne i pacchetti di remunerazione chiamati Golden Parachute relativi a Merger & Acquisition.

Esercizio di voto nelle Società dual listed: il caso di Luxottica SpA

Il flottante in circolazione sul mercato finanziario statunitense per una società dual listed è rappresentato da una società fiduciaria ("Trust"). Le azioni di cui è intestatario il Trust vengono diramate tramite l'emissione, da parte di una banca incaricata, di un corrispondente numero di ADS. Le azioni restano depositate presso la banca incaricata, la quale rilascia le prescritte certificazioni per l'intervento e il voto in Assemblea, attribuito alle azioni medesime.

Il Trust cura altresì le comunicazioni direttamente ai portatori di ADS risultanti tali alla data del record date, le informazioni relative agli argomenti all'ordine del giorno dell'Assemblea e la diffusione di Proxy Statements, comprensivi di Proxy Cards per l'espressione di voto sugli argomenti all'ordine del giorno per i quali venga fatta richiesta.

La presenza del Trust in assemblea implica il conteggio delle azioni ad esso riferite nel loro insieme. Ne consegue che la partecipazione del Trust riguarda sempre l'intera quota azionaria ad esso riferita. Situazione analoga si può ipotizzare per l'azionista di controllo che, sebbene possa detenere i titoli direttamente o tramite soggetti istituzionali, partecipa anch'esso in blocco all'assemblea, non per motivi di regolamento ma di opportunità³¹.

Abbiamo effettuato una disamina dell'archivio dei verbali assembleari sul portale di Luxottica S.p.A. (quotata sia alla Borsa di Milano che al NYSE) alla sezione dedicata all'informazione per gli investitori prendendo come riferimento il periodo dal 2007 al 2010 per valutare l'effetto, successivamente al 2007, dell'introduzione delle normative e dei regolamenti SEC sulla partecipazione assembleare e sulle votazioni.



L'Esercizio di voto in Assemblea: strumenti per favorire la partecipazione dell'investitore nella legislazione USA



I risultati di tale analisi, pur essendo meramente indicativi e riferiti a un unico soggetto societario, appaiono degni di nota. Nel caso di Luxottica la percentuale di partecipazione in sede assembleare non ha subito mutamenti di rilievo attestandosi intorno al 70-75 % (comprensivi di azionista di controllo e Trust). Un risultato differente si ottiene dalla disamina dell'andamento del voto, come evidenzia la *Tavola 1*.

Da una risultanza iniziale di zero contrari e astenuti nel 2007 si perviene a circa 10 milioni di voti contrari nell'ultima delibera assembleare del 2010 sul punto all'ordine del giorno relativo a modalità di conferimento di stock-option al management.

Conclusioni

Il tema della partecipazione dell'investitore può essere ricompreso nel più ampio spettro di quello comunemente noto negli USA come attivismo dell'azionista ("shareholder activism"). Il macro-tema racchiude una cornice ampia di attività poste in essere dall'investitore quali a titolo esemplificativo il monitoraggio attivo o passivo delle notizie di rilievo afferenti la compagine aziendale, la dismissione della quota azionaria per esprimere il dissenso dalla politica manageriale in corso, forme partecipative volte a richiedere miglioramenti nella governance esistente, fino al caso limite di investitori istituzionali che assumono il controllo attraverso "leveraged buyouts".

Luxottica – Disamina e andamento votazioni Assemblea

| Data Assemblea degli Azionisti | Voti contrari (e astenuti) Imilioni circa |
|--------------------------------|---|
| 15-05-2007 | 0 |
| 13-05-2008 | 1,6 |
| 29-04-2009 | 2,2 |
| 29-10-2009 | 1,3 |
| 29-04-2010 | 10 |

Fonte: Ns elaborazioni su Dati ricavati dall'esame dei Verbali di "Assemblea degli Azionisti" pubblicati sul sito internet <http://www.luxottica.com/it/governance/agem/archive>

Tavola 1

In questo articolo ci siamo soffermati ad analizzare un profilo del macro-tema pocanzi evidenziato riferendoci agli istituti giuridici della divulgazione informativa passiva da parte dell'azienda ("Disclosure") e della partecipazione assembleare attiva da parte dell'investitore (Voting").

Peraltro, gli effetti indotti dalla SOA non si limitano alle imprese quotate in USA ma si estendono a quelle europee "dual listed" e tra esse si è tentato di argomentare, con riferimento a un emittente italiana, per meglio chiarire al lettore circa le modalità di partecipazione riconosciute agli investitori USA.

In Italia auspichiamo ulteriori passi in avanti in tema di attivismo dei soci. Non possiamo certo sperare nel Dual Listing di tutte le società quotate sulla nostra Borsa per ottenere una maggiore partecipazione, un maggior coinvolgimento e soprattutto una maggiore informativa e trasparenza nei confronti degli azionisti.

Quello del livello di partecipazione consapevole dell'investitore e del grado di apertura informativa dell'emittente resta un tema, ancora, poco compreso in Italia. Proprio per tale motivo abbiamo voluto descrivere caratteristiche e novità della legislazione USA in materia, con i pro ed i contro che possono derivarne.

Investire nel capitale di rischio delle aziende non è e non deve più essere visto in ottica prettamente speculativa. Le nostre imprese, così strettamente dipendenti dal debito bancario, hanno bisogno dell'afflusso di adeguati capitali di soci terzi (siano essi Retail o Istituzionali) per generare adeguati cash flow interni.

In quest'ottica potrebbe avvenire un contributo alla tanto auspicata uscita dalla profonda crisi economica e finanziaria degli ultimi anni.

(riproduzione riservata)