



Interventi a sostegno della competitività dei capitali (AS 674)

Audizione Assogestioni

Senato della Repubblica

6a Commissione (Finanze e Tesoro)

Roma, 7 giugno 2023

Desideriamo, in primo luogo, ringraziare il Presidente, Sen. Massimo Garavaglia, e i componenti della Commissione per l'opportunità offerta ad Assogestioni di rappresentare il proprio punto di vista nell'ambito del ciclo di audizioni che hanno a oggetto il disegno di legge recante Interventi a sostegno della competitività dei capitali (di seguito ddl competitività capitali).

La nostra Associazione rappresenta tutti i principali operatori, italiani ed esteri, attivi nel nostro Paese e specializzati nella gestione di fondi comuni di investimento aperti e chiusi, fondi pensione aperti e negoziali, nonché gestioni di portafoglio, per un patrimonio complessivo che a oggi si attesta attorno ai 2.300 miliardi di euro.

In questa sede intendiamo offrire il nostro contributo con riguardo ai profili di maggiore interesse per l'industria del risparmio gestito.

Osservazioni in merito ad alcuni profili di interesse in tema di intermediazione finanziaria (articoli 7, 14 e 15 del ddl competitività capitali)

Si condividono le modifiche contenute nell'articolo 7 del ddl competitività capitali agli articoli 2412 e 2483 del codice civile volte rispettivamente a far sì che agli investitori professionali non si applichino i limiti all'emissione di obbligazioni al portatore o nominative per le obbligazioni emesse dalle società per azioni e a far venire meno l'obbligo di interposizione, con finalità di garantire la solvenza, da parte di un investitore



professionale soggetto a vigilanza prudenziale nelle ipotesi nelle quali l'acquirente delle stesse sia un operatore professionale anche nel caso di collocazione di titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata. Come già segnalato da questa Associazione nell'ambito dei lavori del Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" le modifiche ai due citati articoli del codice civile consentirebbero di ridurre il costo della provvista da parte di S.p.a. e S.r.l., poiché la garanzia prestata dall'investitore professionale è a titolo oneroso e comporta un costo più alto per assicurarsi finanziamenti.

Si supporta altresì la modifica contenuta nell'art. 14 (Disposizioni in materia di Enti previdenziali privati e privatizzati) all'art. 6, comma 2-quater, lettera d), n. 1, del TUF, che, come auspicato da questa Associazione, estende agli enti previdenziali privati e privatizzati la qualifica di controparti qualificate ai fini della prestazione dei servizi di investimento. Come riportato nella Relazione Illustrativa, la finalità della modifica è quella di evitare a tali soggetti e alle controparti con cui interagiscono, le procedure e i costi connessi alla necessità di vedersi riconosciuti come "clienti professionali su richiesta" e ciò anche nella prestazione dell'attività di commercializzazione di quote o azioni di OICR.

Si condividono infine le misure volte a semplificare la disciplina delle Sicav e Sicaf eterogestite, allineando la disciplina applicabile a questi soggetti a quella prevista per i fondi comuni di investimento.

Osservazioni in merito all'agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto con riguardo al servizio di gestione patrimoniale (art. 16 del ddl competitività capitali)

Assogestioni intende manifestare il proprio apprezzamento per la previsione di cui all'art. 16 del ddl competitività capitali, che interviene a modificare la disciplina delle deleghe di voto inerenti al servizio di gestione di portafogli, al fine di permettere che la delega di voto sia conferita al prestatore del servizio anche per più assemblee, in deroga dell'attuale limite previsto dal TUF e dal codice civile.

Ciò potrà permettere ai gestori di portafogli individuali di esercitare appieno il mandato gestorio anche con riferimento ai diritti rinvenienti dai portafogli gestiti per tutelare al meglio l'interesse dei clienti, coerentemente al dettato della *Shareholder Rights Directive II* (SRD II) circa gli obblighi di *stewardship* degli *asset manager*. Il servizio di gestione di portafogli, infatti, è di norma sottoscritto da clienti che non hanno interesse a intervenire direttamente nella gestione dei propri *asset* ma preferiscono affidarsi a soggetti che esercitano professionalmente tale attività. In ragione degli stringenti limiti attualmente dall'art. 24, comma 1, lett. c) del TUF, i diritti di voto vengono esercitati solo nei rarissimi casi in cui i gestori di attivi ricevano istruzioni specifiche e per iscritto dai clienti, e comunque con oneri significativi e ingenti aggravii in termini di tempo (ogni cliente-azionista deve attivarsi per ogni singola assemblea di ogni singolo emittente compreso nel portafoglio). La parte significativa della clientela, avendo delegato al gestore l'investimento del proprio patrimonio, non segue direttamente l'andamento e le vicende degli emittenti in cui sono investite le masse gestite; sovente non è quindi nella posizione per poter valutare come esercitare al meglio i propri diritti di voto. Pertanto, per lo più tali diritti non vengono esercitati, con conseguente minore capacità del gestore di impattare sulla vita delle società in cui sceglie di investire. Favorire l'esercizio delle deleghe e permettere



concretamente anche ai gestori di portafogli individuali di esercitare il diritto di voto per conto dei propri clienti potrà quindi assicurare a questi ultimi di avere un'influenza continuativa e professionale nelle società in cui i gestori investono il loro denaro. In tal modo, si realizzerebbe compiutamente il dettato della SRD II, secondo cui "il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite" (*Considerando 14*).

La modifica normativa avrebbe altresì il pregio di contribuire a realizzare un *level playing field* tra gli operatori italiani e quelli internazionali, eliminando l'asimmetria concorrenziale venutasi a creare tra *asset manager* italiani e *asset manager* degli altri paesi europei. Negli ordinamenti degli altri paesi, infatti, non si ritrovano vincoli analoghi¹. Prevedere la possibilità che la delega di voto possa essere conferita anche per più assemblee metterebbe pertanto i gestori di portafogli italiani in una posizione paritetica rispetto ai propri omologhi europei nella possibilità di attrarre una clientela istituzionale sempre più attenta all'effettivo esercizio di attività di *monitoring, engagement e voting* negli emittenti in cui sono investiti i portafogli. Nella selezione degli operatori cui affidare la gestione dei propri *asset*, infatti gli investitori istituzionali ormai includono tra i parametri fondamentali di scelta anche la possibilità di esercitare in maniera proficua i diritti (ivi inclusi quelli di voto) correlati agli investimenti, nonché le relative modalità offerte dal gestore.

Osservazioni in materia di voto multiplo (art. 13 del ddl competitività capitali)

Assogestioni intende in merito evidenziare come la progressiva erosione del principio "una azione-un voto" attraverso il potenziamento dei diritti di voto multipli potrebbe comportare rischi per l'attrattività del mercato italiano nei confronti degli investitori internazionali, soprattutto qualora misure come quella contenuta nel ddl competitività capitali non vengano accompagnate da previsioni a tutela delle minoranze azionarie.

- *Una azione-un voto: principio cardine per gli investitori di tutto il mondo*

"Una azione-un voto" è infatti un principio fondamentale della buona *governance* aziendale ed è un postulato cardine per gli investitori istituzionali di tutto il mondo. Quando una società si rivolge ai mercati dei capitali per raccogliere fondi dagli investitori, questi ultimi devono poter avere il diritto di votare in proporzione alle loro partecipazioni. Un'unica categoria di azioni ordinarie con uguali diritti di voto garantisce inoltre che il consiglio di amministrazione sia equamente responsabile nei confronti di tutti gli azionisti.

Il principio "una azione-un voto" si basa principalmente su due premesse:

- a) il potere di voto dovrebbe corrispondere all'esposizione economica dell'investimento nelle società;
- b) gli azionisti, in qualità di creditori di ultima istanza delle società, hanno il maggiore interesse a massimizzare il valore dell'impresa.

¹ In altri paesi europei è altresì possibile per i gestori di attivi costituire fondi comuni anche per singoli investitori istituzionali, potendo così esercitare direttamente i diritti di voto relativi agli strumenti finanziari gestiti



Proprio perché per gli azionisti è fondamentale massimizzare il valore dell'impresa e, al contempo, perché principio basilare della *governance* societaria è ridurre il potenziale conflitto di interessi tra azionisti e *manager* ovvero tra azionista di controllo e azionisti di minoranza, gli azionisti sono stati chiamati ad agire da *steward*: devono pertanto monitorare le società, ingaggiarle e conseguentemente votare in maniera consapevole. Sono le stesse istituzioni e autorità a invitare gli investitori ad adottare e perseguire politiche di *stewardship* sempre più attente nei confronti degli emittenti (cfr. per tutte la SRD II e la sua implementazione). Per tale ragione, si ritiene che le stesse istituzioni e autorità debbano anche proteggere i diritti degli azionisti, in particolare quelli di minoranza, anche continuando a tutelare e promuovere il principio "una azione-un voto".

- *Deviazioni dal principio "una azione-un voto" - voto plurimo e voto maggiorato: criticità*

Sebbene il principio "una azione-un voto" sia da sempre riconosciuto dagli investitori a livello globale come *best practice*, in quanto sancisce un parallelismo tra capitale investito/rischio sostenuto e potere di incidere sulle decisioni sociali, esso non è la regola. Esistono infatti diverse forme di differenziazione del voto, tra cui le azioni a voto maggiorato (c.d. *loyalty shares*) e le azioni a voto plurimo (c.d. *dual class shares*). Negli ultimi anni è cresciuta l'attenzione per questi meccanismi di rafforzamento del controllo, in particolare da parte di alcune istituzioni e di alcune società quotate in borsa, che hanno identificato questi meccanismi di voto differenziato come una possibile soluzione al problema del calo di imprese quotate e all'asserito *short-termism* degli investitori istituzionali e, quindi, come strumenti di rafforzamento dell'investimento di lungo termine.

In linea generale, va innanzitutto sottolineato da un lato come il potenziamento dei diritti di voto multipli non possa essere considerato una panacea per risolvere il problema della minore attrattività dei mercati dei capitali: il calo del numero di società quotate è infatti un dato comune a tutte le economie e giurisdizioni occidentali, ivi incluse quelle più permissive in termini di diritti di voto differenziati, come più volte evidenziato dall'OCSE². Dall'altro lato, occorre altresì sottolineare come i meccanismi di rafforzamento del controllo possono altresì portare a un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un azionista di maggioranza o di un gruppo di azionisti, diminuendo le tutele degli azionisti di minoranza. Questo può amplificare il rischio che le maggioranze azionarie possano estrarre benefici privati.

Pertanto, eventuali ulteriori spinte al potenziamento dei diritti di voto multipli (voto plurimo o maggiorato) - già introdotti in Italia nel 2014 con il decreto Competitività e tornati all'attenzione con la consultazione sul Libro Verde del MEF nel 2022 e con la consultazione europea sul c.d. Listing Act - preoccupano gli investitori istituzionali nazionali e internazionali, sia per il rischio di una ulteriore riduzione dei diritti della generalità degli azionisti e delle tutele delle minoranze sia per i connessi problemi di competitività del nostro paese. Sul punto sembra pertanto necessaria una riflessione attenta e approfondita, alla luce dell'evidente *vulnus* al principio "una azione-un voto" che ne consegue, in modo

² Cfr. ad esempio OCSE *Corporate Governance Factbook 2021*, dove si riporta che il numero di società quotate ha continuato a diminuire a livello mondiale, passando da circa 41.000 nel 2017 a poco più di 40.000 nel 2020. Dal 2005, i *delisting* sono stati quasi 30.000, in particolare negli Stati Uniti e in Europa, che ospitano alcuni dei più grandi mercati dei capitali mondiali. A questi *delisting* non sono corrisposte nuove quotazioni e il risultato è stato una diminuzione netta nel numero di società quotate in ogni singolo anno tra il 2008 e il 2019 nell'area OCSE.



da tenere conto del contesto in cui si andrebbero a incardinare siffatte modifiche e da superare le impressioni che possano scaturire da una lettura superficiale dei potenziali impatti.

- *Potenziamento del voto plurimo: rischi sottesi*

L'eventuale potenziamento dei diritti di voto multipli - come, ad esempio, dell'effetto moltiplicatore per il voto plurimo per le società di nuova quotazione, secondo quanto previsto dal testo del ddl competitività capitali - necessiterebbe di una ponderazione attenta, al fine di preservare la più corretta interazione tra società, azionisti di controllo e minoranze azionarie.

La questione è di particolare delicatezza viepiù considerando che il nostro ordinamento, come testé accennato e diversamente dalle altre giurisdizioni, prevede già la coesistenza di due diversi strumenti di rafforzamento del controllo (azioni a voto plurimo e a voto maggiorato) e che ciò non sembra aver portato benefici rilevanti in termini di accesso al mercato da parte di nuove società (sono infatti solo 6 le società quotate che hanno il voto plurimo nei propri statuti). Inoltre, il voto plurimo, introdotto in Italia con l'idea di dare risposta al fenomeno dello *short-termism* evidenziatosi durante le crisi finanziarie, è stato letto fin da subito più come un mezzo per perpetuare il controllo, in un'ottica di conservazione dello *status quo*, che come un rimedio a una distorsione, con il conseguente "ingessamento" del mercato del controllo societario e un effetto di *lock-up* sull'azionista *incumbent*.

Prevedere moltiplicatori più elevati comporterebbe un consolidamento della presa sull'assemblea da parte degli azionisti di riferimento e potrebbe essere letto, quindi, come un'ulteriore alterazione nello sviluppo delle dinamiche degli assetti proprietari e di "barriera all'entrata" per gli investitori, che potrebbero persino essere disincentivati a investire nel nostro mercato. Ciò, acuendo ulteriormente i rischi di conflitti di interesse, azzardo morale ed estrazione di benefici privati delle maggioranze a danno delle minoranze sopra evidenziati, potrebbe destare preoccupazioni, soprattutto in prospettiva concorrenziale.

Strutture di voto multiple, così come simili istituti, vengono infatti attentamente analizzati caso per caso dal mercato, che può decidere di non sostenere società che presentino tali caratteristiche - si vedano per esempio i dubbi espressi da grandi investitori internazionali nel 2021 con riguardo al *listing* di Deliveroo, nel cui statuto sono previste categorie di azioni con diritti di voto differenziati, ovvero le situazioni in cui attualmente versano Facebook e Alibaba, parimenti dotate di strutture multiple di voto che determinano un profondo squilibrio tra proprietà e controllo. La presenza di strutture multiple di voto ha inoltre un rilievo cruciale nella valutazione da parte degli investitori delle performance ESG delle società (nello specifico, per la componente *G - governance*) e il potenziamento di tali strutture potrebbe allontanare dal mercato italiano molti investimenti sostenibili, che attualmente rappresentano oltre 35 trillion \$ di *asset under management*.

- *Potenziamento del voto maggiorato: rischi sottesi - in particolare, l'esperienza francese*

Le medesime riflessioni valgono altresì qualora, attraverso modifiche al testo del ddl competitività capitali nel corso dell'*iter* legislativo, venisse potenziato il voto maggiorato, ivi incluso attraverso l'eventuale previsione *ex lege* del regime delle *loyalty shares* quale



meccanismo di default con facoltà di *opt-out*, come accaduto in Francia attraverso la c.d. *Loi Florange*. Le azioni a voto maggiorato, introdotte con l'obiettivo di incentivare l'azionariato di lungo termine, sembrano non aver sortito gli effetti prefissati dal legislatore. Nella prassi, infatti, sono quasi sempre solo gli azionisti di controllo a giovare della maggiorazione del voto, spesso arrivando così a ottenere il controllo dell'assemblea in sede straordinaria. Ciò anche alla luce dell'impraticabilità del meccanismo di iscrizione al registro per accedere alla maggiorazione del voto da parte degli investitori istituzionali³. Le *loyalty shares* vengono pertanto perlopiù considerate dagli studiosi alla stregua di una modalità surrettizia di introduzione di meccanismi di voto plurimo nelle società già quotate, a esclusivo vantaggio degli azionisti di controllo e a detrimento delle minoranze azionarie. A evidenza di ciò, basti considerare che la stragrande maggioranza delle società francesi che non prevedeva il voto maggiorato nel proprio statuto ha rifiutato l'attuazione della legge *Florange* esercitando l'*opt-out* dal regime di *loyalty shares* (sono state in particolare 77 società su 101, pari al 76%), fatte salve le società in cui l'azionista di riferimento (sia privato sia statale) era in possesso di una quota di capitale sufficiente per bloccare l'adozione delle modifiche statutarie.

La *Loi Florange* e i suoi effetti sul mercato dei capitali francese sono stati altresì oggetto di una attenta analisi da parte dei giuristi e degli economisti internazionali, che hanno in sintesi evidenziato come⁴:

- l'adozione del voto maggiorato nelle nuove IPO non ha avuto incrementi significativi;
- le società che hanno adottato il voto doppio di *default* sottoperformano significativamente rispetto a quelle che hanno mantenuto il sistema "una azione-un voto", con un rendimento mensile corretto per il rischio inferiore di circa lo 0,5%;
- quando le imprese si discostano da un'allocazione ottimale dei diritti di voto, adottando il voto maggiorato, può persino diminuire il valore delle società, ciò se gli azionisti di minoranza scontano le azioni a causa dell'aumento previsto della probabilità di espropriazione di valore da parte degli azionisti di controllo;
- è stato rilevato che le società che hanno adottato il voto maggiorato di *default* hanno avuto un calo significativo del valore rispetto al periodo in cui applicavano il principio "una azione-un voto";
- nonostante la critica secondo cui il capitale straniero favorirebbe il breve termine, i dati finora raccolti indicano il contrario, ovvero che la presenza di investitori

³ Le complessità operative e amministrative del processo di registrazione ai registri per la maggiorazione del voto impediscono agli investitori istituzionali di accedere al voto potenziato. In Francia, ad esempio, esiste una procedura separata di voto per le azioni con diritto di voto multipli, poiché i relativi registri non sono integrati nella ordinaria catena di trasmissione del voto (prevista dalla direttiva sui diritti degli azionisti...) e non sono collegati a piattaforme di voto internazionali. Ciò richiede l'implementazione di ulteriori processi ad hoc, che aggiungono costi e rischi significativi per gli investitori istituzionali mondiali. Nella quasi totalità dei casi, pertanto, solo gli azionisti (di maggioranza) domestici riescono a ottenere i diritti di voto maggiorati, il che può comportare nella sostanza una disparità di trattamento e di opportunità tra gli azionisti nazionali e quelli internazionali e diminuire l'interesse degli investitori a investire in queste società.

⁴ Cfr. Becht M., Kamisarenka Y., Pajuste A., *Loyalty shares with tenure voting – Does the default rule matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, 2018; Bourveau T., Brochet F., Garel A., *The capital market consequences of tenure-based voting rights: evidence from the Florange Act*, 2021; cfr. anche il *whitepaper - Key considerations in the debate on differentiated voting rights* di Blackrock



istituzionali nazionali e internazionali abbia un effetto positivo sugli investimenti a lungo termine delle società quotate;

- nelle società che hanno adottato automaticamente il diritto di voto doppio si è registrata una diminuzione della presenza di investitori istituzionali internazionali nel capitale, che viene compensata da un aumento della presenza dei soggetti di controllo;
- al contrario, non si riscontra alcun aumento della presenza degli investitori istituzionali domestici;
- anche scomponendo ulteriormente gli investitori istituzionali tra investitori di lungo e investitori di breve termine (in base al *turnover* dei portafogli di investimento), si evidenzia solo una diminuzione degli investitori di lungo termine, ancora una volta guidata dagli operatori internazionali;
- si è riscontrata una diminuzione statisticamente significativa dei punteggi ESG per le società che hanno adottato il voto maggiorato di *default*, ciò che suggerisce che le loro attività ESG peggiorino;
- non ci sono evidenze che chi abbia adottato il voto maggiorato come *default* abbia investito di più in ricerca e sviluppo rispetto alle società che hanno mantenuto il sistema “una azione-un voto”.

- Reazioni del mercato di fronte al possibile potenziamento del voto multiplo

Gli investitori istituzionali di tutto il mondo generalmente si oppongono ai meccanismi di rafforzamento del controllo quali i diritti di voto multipli. È il caso di ricordare le posizioni espresse a valle dell'introduzione, nel 2014, di tali meccanismi nel nostro ordinamento, e, in particolare, *il Joint Statement on the Introduction Of Multiple Voting Rights at Italian Listed Companies*, trasmesso a tutte le nostre principali istituzioni e firmato da oltre 120 tra esperti e *practitioner*, investitori istituzionali e *advisor* e consulenti. Così come basti ricordare le osservazioni del CII⁵ e dell'ICGN⁶ in risposta alla prima consultazione della Commissione Europea sul Listing Act in vista della predisposizione della proposta legislativa. CII e ICGN hanno ribadito il principio per cui quando una società si rivolge ai mercati per raccogliere capitali dagli investitori, questi ultimi dovrebbero avere il diritto di votare in proporzione alla dimensione delle loro partecipazioni. I diritti di voto multipli potrebbero invece favorire l'estrazione di benefici privati da parte degli azionisti di controllo a discapito delle minoranze. Parallelamente, rischierebbero altresì di inibire cambiamenti strategici e/o manageriali in circostanze in cui tali cambiamenti potrebbero essere fondamentali per assicurare il successo sostenibile della società. Inoltre, CII e ICGN hanno evidenziato come il ricorso ai diritti di voto multipli abbia dato vita a una *race to the bottom* a livello internazionale e come ciò rappresenti non solo un rischio per la *performance* a lungo termine dei mercati ma anche un rischio reputazionale per gli ordinamenti europei, che potrebbero vedere erosi i loro elevati *standard* di *corporate governance* per cui sono riconosciuti in tutto il mondo. Tali osservazioni sono sostanzialmente condivise anche dalla componente *retail* del mercato: Better Finance,

⁵ *Council of Institutional Investors-CII* - associazione U.S. di *asset owner*, *asset manager* nonché *service provider* (statunitensi e internazionali) che rappresenta un ammontare complessivo di oltre 40 *trillion* \$ di *asset under management* - cfr. <https://www.cii.org/about>

⁶ *International Corporate Governance Network-ICGN* - network internazionale di investitori, aperto anche a emittenti e *service provider*, rappresentativo di oltre 77 *trillion* \$ di *asset under management* - cfr. <https://www.icgn.org/about>



l'associazione europea per la tutela dei diritti dei clienti di servizi finanziari, ha recentemente espresso la medesima posizione degli investitori istituzionali nell'ambito delle discussioni europee sul Listing Act⁷.

In linea con le posizioni espresse dagli investitori e a esito di una procedura di consultazione aperta a tutti gli attori del mercato, nel dicembre 2022 ISS, il più rilevante *proxy advisor* a livello mondiale, ha pubblicato una revisione delle proprie *policy* con l'obiettivo di riaffermare la centralità del principio "una azione - un voto" e riconoscere che il voto multiplo - senza l'adozione di adeguati presidi a tutela delle minoranze - sia da considerarsi un elemento di cattiva *governance*. Nello specifico, per assicurare una maggiore *board accountability* in tema di diritti di voto differenziato, ISS ha annunciato che esprimerà raccomandazioni negative sull'elezione dei consiglieri di amministrazione primariamente responsabili per l'adozione ovvero o che beneficino delle strutture multiple di voto (ivi incluse le *loyalty shares*), qualora non vengano adottate salvaguardie per gli azionisti di minoranza (come ad esempio *sunset clause* fino a un massimo di sette anni e *whitewash* periodico sul mantenimento del voto differenziato).

- Conclusioni

Quanto evidenziato porta a sostenere la necessità di prestare attenzione ai rischi sottesi all'attribuzione di determinate prerogative che potrebbero incidere sugli equilibri dei rapporti tra maggioranze e minoranze.

Il potenziamento dei diritti di voto multipli così come la prossima implementazione della direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI una volta approvata, potrebbe essere il momento giusto per riflettere sull'impostazione di un diverso telaio normativo che razionalizzi il sistema attuale, prevedendo che per gli emittenti sia reso disponibile un solo meccanismo di rafforzamento del controllo⁸ e che vengano posti adeguati limiti all'utilizzo di strutture di voto multiplo.

In via generale, considerato che il potenziamento dell'uso del voto multiplo comporta potenziali effetti negativi per le società e gli investitori di minoranza, è di estrema importanza che qualsiasi intervento normativo in materia rimanga di portata limitata. Pertanto, è *in primis* fondamentale garantire che la possibilità di adottare strutture azionarie con voto multiplo rimanga concessa esclusivamente prima della quotazione.

I presidi che, a nostro avviso, dovrebbero altresì essere necessariamente introdotti possono essere:

- aritmetici: devono essere individuati ragionevoli massimali ai moltiplicatori, che tengano conto delle esigenze dell'imprenditore/azionista di maggioranza senza diluire eccessivamente i diritti degli altri azionisti;
- temporali: deve essere prevista una *sunset clause* obbligatoria;
- di perimetro di applicazione: va eventualmente valutata la possibilità di limitare la tipologia di delibere assembleari alle quali applicare il voto potenziato.

⁷ Si fa in particolare riferimento alle opinioni espresse da Better Finance durante il public hearing della Commissione ECON del Parlamento UE del 30 maggio u.s.

⁸ Ponendo così fine alla coesistenza di azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato.



Anche l'individuazione di opportuni meccanismi di *whitewash* per l'introduzione ovvero il mantenimento delle relative clausole degli statuti, costruiti tenendo conto delle caratteristiche del mercato italiano e della elevata concentrazione del capitale, o adeguati principi a difesa della neutralità per gli azionisti o comunque di proporzionalità tra capitale investito e peso dei voti, possono aiutare a contemperare adeguatamente la diluizione dei diritti degli investitori istituzionali. Le società potrebbero pertanto sottoporre la struttura del capitale aziendale al voto di tutti gli azionisti ogni 5-10 anni. Quest'ultimo approccio darebbe alla società e agli azionisti la possibilità di rivedere e discutere i meriti del mantenimento della struttura o della conversione a un'unica classe di azioni aventi tutte pari diritti di voto. Notiamo che ognuna di queste soluzioni bilancerebbe le esigenze delle società di concentrarsi sul lungo termine con quelle degli azionisti di essere responsabilizzati.

Tali presidi si rendono viepiù necessari considerando che si sta ragionando sul potenziamento di strumenti a favore delle attribuzioni degli azionisti di controllo in contesti dove (per le caratteristiche intrinseche e per la normativa applicabile) vi è una discrasia tra le loro prerogative (tra cui l'esercizio responsabile dei diritti nonché l'adempimento degli oneri scaturenti dalla situazione di controllo) e quelle degli investitori istituzionali/azionisti di minoranza. Questi ultimi, che, sia per regolamentazione sia per vocazione, il controllo societario non solo non lo cercano ma non lo possono ottenere, vedrebbero diluita la loro capacità di esercitare efficacemente i propri diritti di *voice* ogni volta che ci si allontani dal principio fondamentale "una azione-un voto" e potrebbero essere quindi costretti a guardare ad altri mercati per i loro investimenti.

Osservazioni in materia di modalità di svolgimento dell'assemblea (art. 12 del ddl competitività capitali)

Assogestioni intende, inoltre, segnalare alcune riflessioni riguardo alle soluzioni attualmente previste nel ddl competitività capitali con riguardo allo svolgimento delle assemblee delle società quotate. La possibilità di prevedere che l'assemblea venga svolta esclusivamente per il tramite del rappresentante designato potrebbe infatti comportare un rischio di compressione dei diritti di *voice* degli azionisti che potrebbe non essere compreso dagli investitori istituzionali internazionali. Sebbene durante il periodo dell'emergenza Covid-19 tale modalità, introdotta dalle disposizioni speciali⁹, abbia dato buona prova nella prassi applicativa e permesso di superare le criticità emerse durante tale particolare contesto, la fine della pandemia impone la necessità di innestare una riflessione attenta. Occorre in particolare evitare la stabilizzazione di meccanismi introdotti per far fronte a esigenze non più attuali e che potrebbero dispiegare effetti opposti rispetto agli scopi che il ddl competitività capitali stesso si prefigge.

Pur tenendo conto del fatto che si sono moltiplicate le modalità del confronto tra società e soci nel corso dell'intero esercizio sociale, per gli investitori di tutto il mondo sembra resti fondamentale che l'assemblea possa continuare ad assumere la funzione di luogo di

⁹ Cfr. art 106, commi 4 e 5, del D.L. 17 marzo 2020 n. 18, c.d. decreto Cura Italia, convertito con modifiche nella legge n. 27/2020 e successivamente prorogato per il 2021, 2022 e 2023. Tale intervento è stato altresì arricchito dai chiarimenti espressi nelle Comunicazioni Consob ad aprile 2020 e nelle interpretazioni rese dalla massima n. 188/2020 del Consiglio Notarile di Milano.



informazione, dibattito e confronto e non essere ridotta a un asettico momento di registrazione delle decisioni di voto. Le previsioni di cui all'art. 13 del ddl competitività capitali paiono non del tutto allineate a tale necessità, viepiù introducendo limitazioni temporali più stringenti alla possibilità di presentare proposte di delibera e porre domande in assemblea da parte degli azionisti, senza prevedere alcuna salvaguardia a loro tutela.

L'esperienza maturata nell'ultimo biennio ha ad ogni modo consentito di cogliere un segnale di possibile innovazione che può essere valutato in maniera positiva dal mercato, qualora vengano poste in essere delle misure che tutelino adeguatamente la partecipazione e l'espressione della *voce* da parte degli investitori italiani e internazionali. Parrebbe pertanto preferibile riflettere su una diversa previsione che consenta alle società di stabilire, attraverso una modifica statutaria (da adottare secondo le normali maggioranze previste *ex lege*, mediante *opt in*), che l'esercizio del diritto di intervenire nella discussione e formulare proposte di delibera sia appannaggio dei soli azionisti detentori di una quota minima di capitale predeterminata. In particolare, potrebbe essere previsto che la soglia (calcolata in termini assoluti sul valore di mercato delle azioni – ad esempio, 100.000 € - e/o con riferimento alla percentuale sul totale del capitale sociale – per esempio, lo 0,01%) possa essere modulata entro limiti prefissati dalla legge attraverso una valutazione affidata all'organo amministrativo di ogni società, dimodoché la scelta possa essere il più coerente possibile con la capitalizzazione di mercato e la struttura dell'azionariato. Verrebbero in tal modo lasciati intatti il diritto di voto e il diritto di intervenire per assistere alla riunione e, parimenti, rimarrebbe ferma la facoltà di ogni socio di presentare domande alla società in via preventiva – secondo quanto consentito dalla normativa – e, corrispondentemente, il diritto di ricevere risposta alle domande entro un congruo termine antecedente l'assemblea e al più tardi durante la riunione.

La soluzione alternativa proposta, inoltre, avrebbe non solo il pregio di far sì che l'assemblea possa continuare ad assumere la sua funzione dialettica, ma addirittura ne potenzierebbe l'efficacia: scongiurerebbe l'esercizio dei diritti in via pretestuosa in favore di un dibattito che sia centrato sui temi di effettivo interesse per la società e i suoi soci. Prevedere una soglia per la partecipazione porrebbe infatti un limite alla presenza dei c.d. "disturbatori di assemblea", *i.e.* azionisti con possessi irrilevanti i cui interventi risultano poco significativi e sovente dilatori, non funzionali alla maturazione di una decisione di voto e pertanto lesivi degli interessi sia degli investitori istituzionali sia della società. Una siffatta previsione, già adottata in alcuni mercati come ad esempio quello spagnolo, risulterebbe pertanto molto più allineata con l'obiettivo della modernizzazione e semplificazione del mercato dei capitali e con la tutela e l'attrattività per gli investitori, in particolare per quelli internazionali, meno avvezzi alle esperienze dei disturbatori e pertanto particolarmente sensibili alla più ampia tutela della possibilità di espressione durante le riunioni assembleari.

Nel ringraziare ancora per l'opportunità offertaci, rimaniamo a disposizione per eventuali ulteriori approfondimenti.