



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

05/05/2021

**Consiglio Nazionale
dell'Economia
e del Lavoro**

**Commissione
Politiche economiche**

AUDIZIONE



**Consiglio Nazionale dell'Economia e del Lavoro
Commissione Politiche economiche**

**Audizione
del Direttore generale di Assogestioni
Fabio Galli**

Roma, 5 maggio 2021



CNEL
Commissione Politiche economiche

Audizione di Assogestioni
5 maggio 2021

Assogestioni ringrazia il Presidente del CNEL, Prof. Tiziano Treu, la Presidente della Commissione Politiche economiche, dott.ssa Gianna Fracassi, nonché i componenti della Commissione per l'opportunità di presentare l'Associazione nonché alcuni dei principali temi nell'ambito dei mercati dei capitali di maggior interesse per il risparmio gestito, nella consapevolezza del delicato ruolo di sostegno dell'economia reale che l'articolo 47, secondo comma, della Costituzione riserva ai fondi di investimento.

È proprio ispirandosi a quanto proposto dall'On. Prof. Tommaso Zerbi il 19 maggio del 1947 – ossia l'introduzione dell'istituto dell'*investment trust* già conosciuto nei Paesi anglosassoni dalla fine del XIX secolo – che sono stati introdotti nell'ordinamento italiano i fondi comuni di investimento che, per loro stessa natura, garantiscono a ogni investitore una ampia diversificazione del portafoglio, onde poter minimizzare l'influenza dell'andamento di un singolo titolo sull'intero paniere. Si tratta di benefici derivanti da economie di scala di tipo finanziario, in termini di livello e stabilità del rendimento, che un investitore da solo non potrebbe realizzare. Sono le loro caratteristiche peculiari a rendere i fondi comuni di investimento uno degli strumenti finanziari più idonei e sicuri per i risparmiatori.

Assogestioni 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 inizio 2021 si è attestato attorno ai 2.500 miliardi di euro.

1. Sostenibilità

Una delle maggiori sfide che i fondi di investimento, come tutti, stanno affrontando è quella della transizione ecologica. I fondi di investimento sono oggi chiamati a essere acceleratori dei cambiamenti globali verso un'economia più sostenibile, inclusiva e resiliente. La consapevolezza del ruolo chiave che l'industria del risparmio gestito può ricoprire nell'indirizzare i flussi di capitali verso forme di attività economica sempre più sostenibili è andata crescendo nel corso dei decenni fino a diventare oggi uno dei criteri principali che guidano l'attività di investimento.

Già nel 2012 la nostra Associazione firmava, assieme ad Abi e ad Ania, la Carta dell'Investimento Sostenibile e Responsabile della finanza italiana, ove si riconoscevano alcuni principi che hanno anticipato le linee di sviluppo dell'ultimo decennio e risultano valide ancora oggi. In particolare, nella Carta si riconosceva la centralità delle considerazioni



ambientali e sociali nelle valutazioni degli investimenti, “non solo per il valore morale ad essi connesso, ma anche per il loro significato economico”. Già allora si sottolineava, inoltre, come “l’attuazione di politiche di sostenibilità da parte dei soggetti destinatari degli investimenti (imprese e, in una certa misura, Stati) può fare la differenza anche sul piano dei risultati economici, in un contesto in rapida e continua evoluzione” e che “le imprese capaci di intuire e cogliere le sfide ambientali e sociali che il futuro pone saranno in grado di gestire in modo migliore le diverse tipologie di rischio (in particolare, reputazionale, legale e finanziario) alle quali sono esposte e di rafforzare la propria competitività sul mercato, innescando un meccanismo virtuoso di emulazione da parte di altre imprese”. La Carta riconosceva, inoltre, la funzione centrale della trasparenza informativa nel buon funzionamento dei mercati finanziari e il suo ruolo nel ridurre gli effetti distorsivi delle asimmetrie informative e nel promuovere la fiducia dei risparmiatori, come strumenti per favorire la consapevolezza e accrescere la capacità di scelta dell’investitore. Ancora, si evidenziava la centralità di un approccio che integri le esigenze di breve periodo con l’attenzione agli effetti di medio/lungo periodo dell’attività di investimento e si manifestava l’auspicio che “gli investitori istituzionali valorizzino la fase di allocazione strategica dei propri patrimoni definendola in modo coerente agli orizzonti temporali di riferimento, le imprese considerino i sistemi di incentivo dei propri *manager* e amministratori, in modo da premiare la creazione di valore per tutti gli *stakeholder* ed evitare le derive innescate dai comportamenti opportunistici; le istituzioni finanziarie supportino i risparmiatori nell’accesso agli investimenti di medio-lungo periodo anche attraverso l’elaborazione di un’offerta dedicata”.

La Carta, firmata quasi 10 anni fa, ha tracciato le linee lungo le quali si è sviluppata l’azione delle società di gestione in armonia e allineamento con gli ideali che hanno ispirato l’azione dell’Unione Europea a partire dall’*EU Sustainability Plan* del 2018 e che sono stati riaffermati con ancora maggiore impegno e chiarezza, da ultimo, nel *European Green Deal*.

Questi dieci anni hanno portato a una più diffusa e più sentita consapevolezza dell’urgenza dell’azione di mitigazione e adattamento alla crisi climatica, dell’ampiezza e gravità dell’impatto della crisi ambientale legata all’inquinamento delle acque e dell’ambiente, alla riduzione della biodiversità e dell’importanza di ripensare il modello economico in termini di circolarità. Inscindibili dalle tematiche ambientali sono emerse, con prepotenza, anche le tematiche sociali legate all’importanza della tutela dei diritti umani e dei lavoratori, la promozione di un ambiente di lavoro sicuro ed equo che valorizzi la diversità e il rispetto delle comunità in cui si opera.

L’evidenza e l’urgenza di queste problematiche hanno trovato rispondenza sia in una integrazione sistematica del rischio c.d. ESG (*Environmental, Social e Governance*) nelle valutazioni di investimento – pratica ormai diffusa nell’intera industria della gestione del risparmio – sia nello sviluppo di un’offerta sempre più ampia di prodotti di investimento rivolti sia alla clientela *retail* sia agli investitori istituzionali. I dati più recenti mostrano che circa un quarto di tutti i fondi collocati in Italia ricadono nell’ambito dei prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali o si pongono obiettivi di sostenibilità ai sensi del Regolamento per la Trasparenza relativa alla finanza sostenibile (Regolamento (EU) 2088/2019). Analogamente, si è andato sviluppando il dialogo con gli investitori istituzionali



e i clienti di gestioni individuali, da cui sta emergendo una domanda sempre più forte di integrazione delle valutazioni di natura ambientale e sociale nelle politiche di gestione e una crescente consapevolezza sia del positivo effetto sulla gestione dei rischi sia dell'ineludibilità delle responsabilità nella valutazione delle conseguenze delle scelte di investimento sulla società.

Se da parte degli intermediari c'è stata, dunque, una forte maturazione con riguardo alla centralità delle tematiche ESG, in termini sia di attenzione sia di competenza, restano da affrontare ancora numerose sfide per assicurare l'efficacia delle misure normative in via di attuazione nel favorire il flusso dei capitali verso attività economiche sostenibili.

In primis, i gestori si trovano di fronte la sfida di reperire le informazioni che provengono dalle società emittenti relativamente alla propria *performance* rispetto ai criteri di sostenibilità ambientale e sociale. Molto e nella giusta direzione sta facendo la Commissione europea per risolvere – con l'ampliamento e l'approfondimento degli obblighi di rendicontazione delle imprese previsti nella revisione della Direttiva per la rendicontazione non finanziaria, ribattezzata significativamente *Corporate Sustainability Reporting Directive* – e l'allineamento alla Tassonomia così come con la promozione del *European Single Access Point* (ESAP) per raccogliere in maniera accentrata i dati rilevanti, soprattutto quelli relativi alle tematiche ESG. Tuttavia, il non pieno allineamento delle tempistiche delle diverse iniziative normative, in particolare quelle che disciplinano gli obblighi di *disclosure* degli intermediari e quelle che dettano gli obblighi di rendicontazione degli emittenti, pongono delle criticità che potranno essere risolte solo attraverso un *enforcement* graduale delle norme e un tempestivo chiarimento delle aree di ambiguità, che tengano conto del contesto, parallelamente all'impegno degli operatori nello sviluppare *standard* comuni e condividere *best practice*.

Pur a fronte della crescente attenzione degli investitori verso gli investimenti sostenibili, quanto sopra indicato costituisce un primo ordine di ostacoli che possono rallentare la crescita degli investimenti sostenibili nel nostro paese. Esiste tuttavia, a nostro avviso, anche un limite più strutturale al pieno dispiegarsi dei benefici per il nostro sistema-paese del nuovo orientamento alla sostenibilità della finanza globale, ovvero la carenza nel contesto italiano di società – tipicamente medio piccole – che siano “sustainable investment ready” ovvero capaci di ripensare la propria strategia di crescita in ottica di transizione ecologica, di mostrare come le proprie attività economiche siano effettivamente allineate o in transizione verso gli *standard* di sostenibilità richiesti e di rendere disponibili i dati che molti investitori anche internazionali necessitano per soddisfare i propri parametri di sostenibilità. Si rende, pertanto, necessaria a nostro avviso un'attività di supporto alle imprese per mettertele nella posizione di poter beneficiare dei flussi finanziari destinati alla transizione verso la sostenibilità e non perdere questa importante occasione di crescita.



2. Governance

2.1 Fondi di investimento e *stewardship*

I fondi comuni di investimento, in quanto “money manager” e non “company manager”, svolgono un ruolo attivo nella *governance* delle società in cui investono per conto dei loro clienti. Si tratta del ruolo dello “steward”, ovvero dell’azionista consapevole che esercita i diritti che discendono dalla detenzione di partecipazioni in emittenti quotati attraverso le attività di monitoraggio, *engagement* (impegno) ed esercizio dei diritti di voto, in conformità ai doveri fiduciari che, come “(others’ people) money manager”, hanno nei confronti appunto dei loro clienti/investitori.

L’esercizio di tale ruolo è divenuto viepiù importante a seguito del verificarsi delle crisi finanziarie degli ultimi anni e, parallelamente, anche alla luce delle sfide della sostenibilità che la transizione *green* pone, come poco fa accennato; ben si incardina, inoltre, nell’architettura complessiva del nostro ordinamento. Il diritto societario italiano si fonda, infatti, sulla sinergica e bilanciata ripartizione delle prerogative di tutti gli attori che esercitano un ruolo nel governo societario degli emittenti e il sistema di *corporate governance* del nostro paese è improntato alla corretta e sinergica interazione tra società e azionisti tutti, intesa quale primario strumento di tutela del buon funzionamento del mercato dei capitali.

I principali pilastri su cui si fonda il modello di *corporate governance* sono, oltre al Codice di corporate governance – adottato già a far data dal 1999 (i.e. Codice Preda poi Codice di Autodisciplina fino allo scorso anno) - anche il meccanismo del voto di lista, introdotto con la legge sulle privatizzazioni del 1994 per la nomina di componenti di minoranza negli organi sociali nelle sole società quotate in via di privatizzazione, inizialmente, poi esteso a tutte le società quotate con la legge sul Risparmio del 2005, nonché i *Principi italiani di Stewardship per l’esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate*¹, adottati da Assogestioni nel 2013.

Il voto di lista, sin dal 1996², si è dimostrato uno degli strumenti più efficaci per dare risposta alla domanda, oggi cruciale nel dibattito internazionale, relativa alla responsabilizzazione degli investitori istituzionali nel governo societario degli emittenti. Attraverso il voto di lista, infatti, da anni le minoranze azionarie eleggono i propri candidati negli organi sociali delle società in cui investono senza doversi porre in contrasto alle scelte del *management* o dell’azionista di controllo.

A oggi 250 componenti di organi di amministrazione e controllo delle maggiori società quotate italiane risultano eletti dal Comitato dei gestori. Esso è composto da SGR associate ad Assogestioni e da altri investitori italiani o esteri³ che agiscono in conformità ai contenuti

¹ https://www.comitatogestori.it/sites/comitatogestori.it/files/principi_ita_stewardship072019.pdf.

² A tale data risale, infatti, il deposito della prima lista di minoranza per l’elezione dei componenti degli organi sociali di ENI da parte del Comitato dei gestori.

³ Nella stagione assembleare 2020, hanno partecipato al deposito di liste di minoranza, per il tramite del Comitato dei gestori: Aberdeen Standard Investments, Acomea, Allianz Global Investors, Amber Capital, Amundi Asset Management, Anima, Apg, ArcaFondi, Banco Posta Fondi, Candriam, Davide Leone & Partners, Epsilon, Ersel, Etica, Eurizon Capital, Fidelity International, Fideuram Investimenti, 4aim, Generali Investments, Kairos Partners, Legal & General, Lyxor Asset Management, Mediolanum, NN Investment Partners, Pramerica, Robeco.



del suo Protocollo di funzionamento⁴ e del codice di *Stewardship*. Tutti gli eletti per il tramite del Comitato dei gestori rispettano nel 100 per cento dei casi i requisiti di indipendenza fissati dal Codice di Corporate Governance e sono indipendenti anche dai componenti del Comitato che li hanno proposti, nel rispetto dei *Principi per la selezione dei candidati alle cariche sociali in società quotate*⁵ adottati dal Comitato Corporate governance di Assogestioni. Vale la pena sottolineare che è in ragione della presenza di tale istituto che l'Italia viene oggi riconosciuta un modello sia dai teorici sia dai pratici della materia⁶ e che un numero crescente di investitori istituzionali – sempre di più anche internazionali – esercita in modo massiccio i diritti di voto nelle assemblee⁷.

Da una prospettiva comparata diacronicamente anche a livello internazionale, l'istituto del voto di lista ha anticipato di svariati anni sia la regolamentazione – che da ultimo, con la *Shareholder Rights Directive II (SRD II)*, prevede un vero e proprio obbligo per i gestori di attivi e per gli investitori istituzionali di approvare una politica di impegno e di dare conto annualmente della relativa attuazione – sia l'autoregolamentazione – ovvero i Codici di *stewardship* adottati nei vari ordinamenti a partire da quello UK nel 2010. Tale istituto consente agli investitori istituzionali di esercitare un *engagement* continuo e sempre più maturo con gli emittenti quotati partecipati, proprio attraverso la presenza nel *board* di consiglieri di amministrazione eletti dalle minoranze in grado di rappresentare il punto di vista e le esigenze del mercato nell'ambito dei processi decisionali interni. Si può senz'altro affermare che il sistema italiano è stato uno dei pionieri nel promuovere il monitoraggio e l'*engagement* continuativo e costruttivo degli investitori con gli emittenti.

Questa modalità di *engagement* si affianca ad altre forme di dialogo tra investitori ed emittenti, da quelle più tradizionali, come il confronto in occasione delle assemblee e le attività normalmente organizzate dalla funzione *investor relation*, tra le quali, per esempio, *conference call* con investitori e analisti, *road-show* o dialoghi nell'ambito di canali dedicati, a quelle che si sono affermate più recentemente⁸, come l'interazione diretta tra investitori e consiglieri di amministrazione, il c.d. *shareholder-director engagement*. Quest'ultima forma di *engagement* può essere svolta in modalità c.d. *one-way* - in cui sono solo gli investitori a esporre agli amministratori la loro visione su specifiche questioni - o in modalità *two-way* - quando si dà luogo a un effettivo scambio di informazioni fra gli investitori e gli

⁴ https://www.comitatogestori.it/sites/comitatogestori.it/files/protocollo_compiti_e_funzioni_ccg_e_cg.pdf.

⁵ https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_selezione_candidati_apr_2017.pdf.

⁶ Ronald J. Gilson, *Professor of Law and Business* alla *Columbia Law School* e alla *Stanford Law School* - il primo ad aver teorizzato nel 1991, nel paper *How the Proxy Rules Discourage Constructive Engagement: Regulatory Barriers to Electing a Minority of Directors* che "Expert minority board representation is one method by which institutional investors [...] can institutionalize the constructive engagement" - nel suo intervento all'ultima *Italy Corporate Governance Conference* del dicembre 2019, ha sostenuto proprio che il modello italiano del voto di lista si conferma ancora una volta uno dei meccanismi all'avanguardia nel panorama mondiale, permettendo alle minoranze di poter eleggere i propri candidati senza dover puntare alla maggioranza dei voti in assemblea, e pertanto senza doversi porre in contrasto alle scelte del *management* o dell'azionista di controllo.

⁷ Cfr. Rapporto Consob sulla Corporate governance 2019, spec. p. 5:

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2019.pdf/941e4e4e-60db-4f89-afb3-32bddb8488e0>; *Georgeson's 2019 Proxy Season Review* p. 99:

<https://www.georgeson.com/uk/Documents/Georgeson%202019%20Proxy%20Season%20Review.pdf>; *Morrow Sodali - The 2019 European AGM Season* p. 20:

<https://www.morrow sodali.com/uploads/insights/attachments/7af99e9ab81e4dabb28883b8f1735043.pdf>

⁸ Tra le principali iniziative in questa direzione si annoverano quelle promosse dallo *Shareholder-Director Exchange Group* in USA, dall'*Investor forum* in UK, da EFAMA - l'*European Fund and Asset management Association* a livello UE, nonché da Assogestioni in Italia.



amministratori – da definirsi prima dell’avvio dell’incontro in base alle circostanze e ai temi da trattare.

Assogestioni, coadiuvata da un *panel* di esperti composto da esponenti di primari Studi legali italiani e internazionali, sta lavorando alla definizione di una raccolta di principi da utilizzarsi in occasione di *shareholder-director engagement*, partendo dalle analoghe iniziative sviluppatesi nei mercati che per primi hanno visto nascere e affermarsi questa specifica tipologia di dialogo in virtù dell’autodisciplina o di specifiche prescrizioni dei regolatori (ad esempio quelle promosse dallo *Shareholder-Director Exchange Group* in USA, dall’*Investor Forum* in UK, dall’*European Fund and Asset Management Association* – EFAMA a livello UE e da Assogestioni in Italia). La finalità è di mettere a disposizione di tutti un *framework* – ispirato all’esperienza maturata fino a ora - per realizzare *S-D engagement* efficaci e reciprocamente proficui, che seguano principi e procedure organizzative chiari e trasparenti. I principi potranno essere seguiti su base volontaria e secondo criteri di flessibilità e proporzionalità che tengano conto delle specificità e degli obiettivi di ciascuno.

Nel contesto delineato appare evidente, quindi, come non sia più soltanto nell’esercizio del diritto di voto in assemblea il momento cruciale del rapporto tra investitori e società in cui essi investono, ma è sempre più centrale l’esercizio di un *engagement* continuo, che sia ispirato ai criteri ESG, in linea con le migliori pratiche internazionali in materia di *stewardship*.

2.2 Ulteriori proposte per favorire l’espressione del voto da parte degli investitori istituzionali

La SRD II, il cui processo di implementazione nell’ordinamento italiano è in via di conclusione, ha, tra le altre finalità, anche quella di accrescere il coinvolgimento dei gestori di attivi - sia per le gestioni collettive sia per le gestioni patrimoniali - nella facilitazione dell’esercizio dei diritti degli azionisti, proprio in un’ottica di promuovere i diritti di *voice* degli azionisti nelle società investite. In quest’ottica, merita portare all’attenzione la presenza nel nostro ordinamento di alcune disposizioni che, definite ben prima del sorgere della necessità di responsabilizzare gli investitori istituzionali nel governo societario degli emittenti quale risposta alle crisi finanziarie degli ultimi anni, possono oggi risultare in certa misura ostative.

Si fa riferimento, in particolare all’art. 24, comma 1, lettera c), del Testo Unico della Finanza. Tale disposizione – che prevede che per il servizio di gestione di portafogli “la rappresentanza per l’esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea nel rispetto dei limiti e con le modalità stabiliti con regolamento dal Ministro dell’economia e delle finanze, sentite la Banca d’Italia e la Consob” – sembra andare in direzione contraria rispetto alla nuova architettura. La disposizione, infatti, impone limitazioni stringenti e proceduralmente onerose per il rilascio al gestore di deleghe da parte del cliente per poter esercitare i diritti di voto relativi agli strumenti finanziari inclusi nella gestione patrimoniale, diversamente da quanto previsto per la gestione collettiva. Per quest’ultima, infatti, posto che l’esercizio del diritto di voto (nell’interesse della clientela) è attribuito al gestore, l’art. 135-*novies*, comma 8, del TUF prevede la possibilità del conferimento della rappresentanza per più assemblee



per quanto concerne Sgr, Sicav, società di gestione armonizzate nonché soggetti extracomunitari che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio.

Tali limiti sembrerebbero non solo non perfettamente allineati con l'architettura posta alla base della SRD II – che prevede, secondo quanto delineato *supra*, un importante e pervasivo coinvolgimento dei gestori di attivi nella facilitazione dell'esercizio dei diritti del cliente/azionista in caso di gestioni patrimoniali – ma anche non perfettamente allineati alle finalità intrinseche al mandato di gestione, che corrisponde nella maggior parte dei casi all'intenzione del cliente di non intervenire attivamente nella gestione dei propri *asset*, la quale viene, infatti, affidata a un soggetto che esercita professionalmente tale attività.

Cogliamo pertanto l'occasione per rappresentare l'esigenza di avviare una riflessione sull'opportunità di valutare una modifica di tale disposizione - sia al fine di eliminare tali limitazioni sia di prevedere, al contempo, una espressa deroga all'art. 2372, comma 2, del codice civile, per cui risulti possibile il conferimento, da parte dei clienti nei confronti dei gestori, della rappresentanza anche per più assemblee – ed, eventualmente, di altre disposizioni dell'ordinamento che, a seguito di apposita e completa ricognizione, possano risultare altrettanto ostative dell'esercizio dei diritti da parte degli azionisti, anche per favorire un raccordo sistematico con la disciplina applicabile alla rappresentanza in assemblea dei gestori.

2.3 Principio *una azione – un voto* e meccanismi di rafforzamento del controllo

Assogestioni ritiene da sempre essenziale che le regole di funzionamento assicurino la più corretta interazione tra società, azionista di controllo e minoranze azionarie che caratterizza il tratto più marcato del buon funzionamento del nostro sistema. È con questa convinzione che Assogestioni e gli investitori italiani e internazionali hanno reagito in maniera decisa all'introduzione nel nostro ordinamento di cc.dd. meccanismi di rafforzamento del controllo, quali i diritti di voto multiplo, esprimendo pubblicamente la propria contrarietà⁹, in occasione dell'approvazione del decreto Competitività nel 2014. Tale decreto ha stabilito la possibilità, per le società non quotate, di introdurre clausole statutarie volte alla creazione di azioni con diritto di voto plurimo fino a un massimo di tre voti (cfr. il nuovo art. 2351 c.c.). Per le società quotate, invece: i) il nuovo art. 127-*sexies* del TUF ha mantenuto il divieto di emissione di azioni a voto plurimo rendendo al tempo stesso possibile mantenere quelle eventualmente emesse anteriormente alla quotazione, con medesime caratteristiche e diritti; ii) il nuovo art. 127-*quinquies* del TUF ha introdotto anche un diritto di voto "maggiorato" a favore di coloro che posseggono azioni della società per un determinato periodo di tempo.

Il tema dell'introduzione di ulteriori meccanismi di rafforzamento del controllo è tornato all'attenzione in occasione dell'avvio della pandemia Covid-19, nell'ambito dei dibattiti che

⁹ Cfr. <https://oneshareonevote.org/>; <https://www.assogestioni.it/articolo/voto-maggiorato-e-voto-plurimo-un-vulnus-al-principio-di-one-share-one-vote>, nonché <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf> e [Italian Government - 28.01.2015_1.pdf \(icgn.org\)](https://www.icgn.org/publications/italian-government-28-01-2015-1.pdf). Simili iniziative sono state adottate anche con riferimento all'introduzione del voto maggiorato in altre giurisdizioni – cfr. e.g. <https://sgs.deminor.com/en/introduction-double-voting-rights-listed-companies-belgium-parliament-listens-voices-minority-shareholders/>.



si sono susseguiti alla ricerca di soluzioni di riforma di alcuni dei caratteri del diritto societario nazionale in risposta alle emergenze conseguenti. Il Governo, le autorità di vigilanza e gli attori del mercato sono stati, senz'altro, molto reattivi nell'adozione di misure e comportamenti volti a garantire il corretto svolgimento della vita sociale degli emittenti, alcune delle quali potrebbero essere perfino stabilizzate¹⁰. Tuttavia, il riemergere dell'ipotesi di introduzione del voto plurimo per le società quotate¹¹, che peraltro esula, in verità, dalle strette necessità di gestione della pandemia, preoccupa molto gli investitori.

Tali meccanismi rappresentano, prima di tutto, una chiara deviazione dal principio *una azione – un voto* che da tutti gli investitori istituzionali anche internazionali è riconosciuto come il sistema ottimale in grado di conciliare interesse economico e potere di intervento nella vita societaria¹². Solo all'occorrenza di particolari circostanze (come, ad esempio, nell'ambito di operazioni straordinarie o comunque in caso di specifica personalizzazione del socio fondatore in vista di una *IPO*) e con chiari presidi, forme di deviazione dal principio possono risultare funzionali.

Inoltre, l'eventuale introduzione del voto plurimo anche per le società quotate, porterebbe l'Italia a rappresentare un *unicum* nel panorama mondiale¹³, per l'eventuale possibile coesistenza, negli statuti degli emittenti, di azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato (in genere considerati come alternativi). Ciò potrebbe comportare una marcata sproporzione tra rischio effettivamente assunto e prerogative di controllo e potrebbe anche favorire fenomeni di condotte di azzardo morale da parte delle maggioranze, con conseguente destabilizzazione di quei pesi e contrappesi, introdotti per gestire al meglio i problemi di agenzia tra maggioranze e minoranze, che hanno garantito fino a ora l'efficacia e le ottime prestazioni del sistema.

Ancora, se l'intento dei sostenitori sia, come è parso di capire, di attrarre capitali dall'estero e capitali privati nei mercati pubblici piuttosto che di contenere fughe di capitali dal nostro mercato e difendere i complessi produttivi nazionali - obiettivi peraltro condivisibili nonché sostanzialmente allineati alla missione di Assogestioni e alle iniziative poste in essere - non sembra, a una prima analisi, che l'introduzione del voto plurimo possa risolvere questo tipo di problemi.

Benché, a una prima impressione, l'introduzione di tale istituto parrebbe dare risposta alla necessaria competizione tra ordinamenti, di fatto le ragioni che muovono le scelte da parte di società, azionisti di controllo e/o manager di trasferirsi all'estero sono spesso altre e diverse rispetto a quelle di *governance*. Inoltre, tale introduzione potrebbe essere letta come

¹⁰ Ad esempio, la previsione di un termine per pubblicare le proposte di delibera sui punti all'ordine del giorno in assemblea da parte degli aventi diritto, introdotto dalla legislazione emergenziale con riferimento ai casi in cui sia previsto che la partecipazione avvenga per il solo tramite del rappresentante designato.

¹¹ Si fa riferimento, in particolare, a una versione iniziale della bozza del dl "Rilancio" dello scorso anno, poi non approvata, e alla Segnalazione dell'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato in merito a Proposte di riforma concorrenziale, ai fini della Legge Annuale per il Mercato e la Concorrenza anno 2021 del 23 marzo u.s.

¹² Così come definito, per tutti, dal Quaderno Giuridico Consob n. 5/2014 – "La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo".

¹³ Come si evince dalla ricostruzione comparata fornita dal Quaderno Consob n. 5/2014: <http://www.consob.it/documents/11973/201676/gg5.pdf/a6a131f4-c307-404f-882d-e3dc1ab86c28>, spec. p. 31 e ss., che richiama il *Report on the Proportionality Principle in the European Union* del 2007: https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf.



una possibile alterazione nello sviluppo delle dinamiche degli assetti di controllo per le società quotate indirizzate a dotarsi del voto potenziato e di “barriera all’entrata” per gli investitori che potrebbero persino essere disincentivati a investire nel nostro mercato¹⁴. Tutto ciò potrebbe destare preoccupazioni, soprattutto in prospettiva concorrenziale.

Di fatto, come già ricordato, il nostro ordinamento non impedisce all’autonomia statutaria di definire un’architettura “su misura”, adatta alle diverse esigenze, potendo le società italiane contare su diversi meccanismi di rafforzamento del controllo. Considerando, in particolare, che è già possibile per le società “quotande” adottare e mantenere il voto plurimo anche dopo la quotazione, come già accennato, il fatto che al momento solo quattro società quotate hanno colto questa opportunità¹⁵ farebbe desumere che lo strumento non soddisfa particolarmente le esigenze. Inoltre, se ci si addentra nelle specificità del nostro mercato, sembra abbastanza evidente che: i) per le società partecipate pubbliche sostenere un aumento di capitale per la sottoscrizione di azioni a voto plurimo parrebbe eccessivamente oneroso, soprattutto avendo a mente che efficace tutela si può avere applicando, all’occorrenza, il *golden power*, peraltro con minori costi; ii) per le grandi banche, stante l’elevato ammontare e la grande dispersione del capitale in mano all’azionariato, parrebbe invece assai difficile per un azionista di riferimento consolidare formalmente il controllo sulla società attraverso lo strumento del voto plurimo, senza contare gli aggravii derivanti dal complesso apparato autorizzatorio e procedurale presso le competenti autorità di vigilanza; iii) solo per le società di dimensioni medio-piccole il voto plurimo potrebbe astrattamente risultare appetibile, laddove sussista la presenza di un socio di controllo forte, che potrebbe beneficiare dell’assegnazione di diritti di voto non proporzionali anche ai fini di smobilizzare parte della sua quota per favorire l’ingresso di nuovo capitale nella società. In tal caso, tuttavia, l’introduzione di tali prerogative potrebbe incidere pesantemente sugli equilibri dei rapporti tra maggioranze e minoranze, intaccando l’equilibrato sistema che tanto contribuisce alla prosperità delle relazioni tra gli operatori e si pone alla base della fiducia nei mercati¹⁶.

Pertanto, anche qualora si consolidasse la convinzione che il voto plurimo per le società quotate possa comunque attrarre capitali e favorire il nostro sistema nella sempre più viva “competizione tra ordinamenti”, Assogestioni intende evidenziare la necessità di accompagnare l’eventuale introduzione di tale istituto¹⁷ con efficaci presidi. Ad esempio, l’individuazione di opportuni meccanismi di *whitewash* per l’introduzione 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, per contemperare adeguatamente la diluizione dei diritti degli investitori istituzionali.

¹⁴ E’ proprio di pochi giorni fa il caso delle preoccupazioni espresse da grandi investitori istituzionali con riguardo all’IPO di Deliveroo e il voto maggiorato nel suo statuto. Cfr., per primo, “Fund groups dodge Deliveroo IPO over governance concerns”, Ignites Europe, 26 marzo 2021.

¹⁵ Cfr. sito Consob alla pagina https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_lnk.htm?nav=true

¹⁶ Cfr., per tutti, l’OPA da parte dell’azionista SolarEdge sulla società dell’AIM S.M.R.E. del 2019, che ne ha portato al delisting.

¹⁷ Si segnala, incidentalmente, che andrebbero poi calibrate con attenzione le ricadute “a cascata” derivanti dalla eventuale introduzione del voto plurimo sugli istituti che ne sarebbero impattati, come ad esempio la normativa in tema di OPA.



Tali presidi non possono mancare in un ragionamento sull'adozione di strumenti a favore delle attribuzioni degli azionisti di controllo in contesti in cui vi è una discrasia tra le loro prerogative 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 altrimenti diluita la loro capacità di esercitare efficacemente i propri diritti di *voice* ogni volta che ci si allontani dal principio cardine *una azione - un voto*.

3. Mercati privati

Nel corso degli anni, la nostra Associazione ha anche proposto e contribuito a dare alla luce prodotti specificamente declinati per dare risposte alle esigenze che di volta in volta sono emerse. In particolare, negli ultimi anni, avendo a mente che il tessuto produttivo del nostro paese è principalmente composto da piccole e medie imprese e ritenendo fondamentale contribuire al progresso economico e sociale, Assogestioni ha avviato diverse iniziative volte a contribuire allo sviluppo dei mercati privati, anche alla luce dall'attuale contesto degli investimenti, caratterizzato dal perdurare dell'incertezza politica, dall'appiattimento dei tassi di interesse, dalla volatilità in aumento nonché da livelli sempre maggiori di depositi in conto corrente detenuti dalle famiglie italiane.

In questo contesto l'Associazione ha dapprima fortemente sostenuto il lancio dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) – introdotti nel nostro ordinamento dalla legge di bilancio 2017 e integrati con il decreto fiscale collegato alla legge di bilancio 2020 – e poi lavorato assieme al governo, l'anno scorso, alla creazione dei PIR Alternativi, principalmente rivolti alla clientela patrimonializzata (mutuando almeno in parte i limiti previsti dalla normativa ELTIF) e con specifici vincoli volti a convogliare in maniera consistente gli investimenti verso imprese di minori dimensioni, radicate nel nostro territorio, che sono le più colpite in questo momento di emergenza, a fronte di benefici fiscali analoghi a quelli previsti per i PIR “ordinari”, per bilanciare i tempi molto lunghi di investimento in prodotti illiquidi e l'alto livello di rischiosità.

Con riferimento ai PIR introdotti dalla legge di Bilancio 2017 (c.d. PIR ordinari), l'anno 2020 ha segnato il loro quarto anno di vita. L'anno trascorso è stato inoltre caratterizzato da alcune novità in ambito normativo. La legge di Bilancio 2020 ha, infatti, riavvicinato i vincoli di investimento a quelli della disciplina originaria del 2017 (in sintesi: 70% di strumenti emessi da emittenti italiani, di cui 25% da società non appartenenti all'indice FTSE MIB e 5% da società non appartenenti né al FTSE MIB né all'indice FTSE Italia Mid Cap) superando l'*impasse* generata dalla legge di Bilancio 2019 con la quale erano stati introdotti dei limiti incompatibili con la natura dei fondi PIR esistenti sul mercato generando un conseguente blocco delle sottoscrizioni.

Nel primo biennio di lancio (2017-2018) i PIR hanno registrato un notevole successo in termini di raccolta cumulando nei due anni 15 miliardi di euro di afflussi.



Dopo il sostanziale blocco del 2019 che ha comportato una lieve flessione nella dinamica della raccolta netta (-1 miliardo), anche il dato del 2020 chiude con una raccolta negativa di circa 750 milioni legata principalmente al clima di incertezza generatosi con il propagarsi della pandemia di Covid-19.



Fondi aperti PIR *compliant*. Patrimonio gestito e raccolta netta. Miliardi di euro, 2017-2020.

A fine 2020 lo *stock* complessivamente totalizzato dai 71 fondi PIR censiti è pari a 17,8 miliardi di euro, circa il 2% del totale dei fondi aperti.

Come negli anni precedenti, l’impatto sui segmenti di mercato azionario meno capitalizzati è stato più che positivo. A fine 2020 le partecipazioni detenute dai PIR rappresentano il 10% del flottante del segmento AIM e il 9% dei segmenti Small Cap e Mid Cap. In termini assoluti le risorse ammontano a quasi 4,5 miliardi.

Il dato più interessante è sicuramente quello dell’AIM, il mercato delle PMI ad alto potenziale, dove le risorse confluite ammontano a circa 200 milioni di euro. Di questo importo circa il 70% è investito in aziende con meno di 250 dipendenti e fatturati costantemente in crescita a seguito della quotazione. L’azienda *target* quotata su AIM su cui investono i PIR tradizionali presenta i seguenti dati medi: 175 dipendenti e 40 milioni di euro di fatturato, numeri in linea con la definizione europea di PMI. Più del 25% degli investimenti fa riferimento a imprese manifatturiere, il 20% a imprese operanti nel settore ad alto contenuto tecnologico, il 10% a società *healthcare*.

L’Associazione, attraverso un apposito Osservatorio, è in grado di fornire anche una stima sul numero dei sottoscrittori di fondi PIR. A fine 2020 il numero dei sottoscrittori di fondi PIR aperti ordinari è pari a circa 900 mila unità. Si tratta di un valore particolarmente elevato che supera di molto le previsioni governative (300 mila al termine dell’anno 2020) e che



testimonia il notevole successo che questo prodotto ha riscosso presso un'importante fetta di risparmiatori italiani.

Come accennato in precedenza, nel corso del 2020 c'è stato un secondo intervento normativo che ha ulteriormente innovato la disciplina riguardante i PIR. Con il decreto "Rilancio" del maggio 2020 sono nati dei nuovi piani di risparmio, i PIR Alternativi. Questi strumenti devono investire in modo più consistente nei segmenti di mercato più illiquidi prevedendo, infatti, che almeno il 70% del valore complessivo del piano debba essere investito in strumenti finanziari (anche non quotati) di imprese italiane non appartenenti agli indici FTSE MIB e FTSE Mid Cap, in prestiti erogati alle predette imprese nonché in crediti delle medesime imprese.

Il prodotto si presta quindi a essere realizzato nella forma di FIA chiuso, attraverso strutture quali gli ELTIF, fondi di *private equity*, *private debt*, ecc. In virtù di questo, le tempistiche per il lancio di questi prodotti e per la conclusione delle attività di effettivo investimento tendono a essere mediamente dilatate di alcuni mesi.

Dal secondo semestre del 2020 sono operativi due fondi PIR alternativi con un patrimonio di 250 milioni. Allo stesso tempo, sono stati ideati e promossi diversi PIR alternativi che vedranno il definitivo decollo nel 2021, anno che potrà essere considerato come il primo vero anno di vita di questo importante strumento di sostegno all'economia reale.

Inoltre, l'Associazione è impegnata in una serie di ulteriori iniziative per lo sviluppo dei mercati privati, quali la proposta di aggiungere un'ulteriore categoria di investitori non professionali che possono accedere ai fondi di investimento alternativi riservati (che comprendono il *private equity*, il *private debt*, il *venture capital* e strategie che fanno ampio uso di derivati, come i *managed futures*), individuando una soglia di accesso più bassa, e con alcuni presidi a tutela.

A fine 2020 il totale delle attività di questa tipologia di fondi censiti da Assogestioni è di 8,7 miliardi, con un incremento di quasi il 50% rispetto al dato delle attività di fine 2019. Nel corso del 2020 i flussi di investimento sono stati pari a 2,6 miliardi.

Questa tipologia di fondi rappresenta una grande opportunità per valorizzare le ingenti risorse di risparmio degli italiani e metterle al servizio dell'economia reale. La grande sfida dell'industria è quella di facilitare l'investimento diretto delle famiglie verso le imprese, anche non quotate, sviluppando il canale di finanziamento alternativo all'intermediazione creditizia bancaria. Il tema del finanziamento verso l'economia reale assume ancor più significato nell'ottica della ripresa economica post Covid-19.

In conclusione, sia consentito sottolineare come questi tre ambiti – sostenibilità, *governance* e mercati privati – rappresentino per noi importanti priorità, nella convinzione che, dall'impegno in queste direzioni non possano che scaturirne esternalità positive per tutti. Per questa ragione auspichiamo che le considerazioni e le proposte che abbiamo sottoposto oggi alla vostra attenzione possano stimolare un confronto con tutti voi, dal quale poter trarre spunti positivi anche finalizzati a stimolare una riflessione con il Governo e il Parlamento, nell'ambito delle prerogative del CNEL. Assogestioni sarebbe lieta di avviare un percorso con il CNEL su questi ed eventualmente su altri temi che possano delinearli in futuro.