

Osservazioni al documento di consultazione della Consob, in merito a “Modifiche al Regolamento n.11971 in materia di Emittenti e al Regolamento n.16191 in materia di Mercati”

In rappresentanza di European Corporate Governance Services Ltd. (ECGS), società registrata a Londra, inviamo di seguito le osservazioni al documento di consultazione della Consob relativo a “Modifiche al Regolamento n.11971 in materia di Emittenti e al Regolamento n.16191 in materia di Mercati”.

ECGS è una partnership di esperti locali ed indipendenti, che si sono uniti per fornire ricerche altamente specialistiche sulla governance e raccomandazioni di voto assembleare (*proxy voting advice*), offrendo agli investitori istituzionali l’accesso ad un’esperienza senza rivali sui temi della corporate governance e degli investimenti responsabili. Il *Managing Partner* di ECGS è la società Proxinvest, con sede a Parigi. Altri membri di ECGS sono DSW (Germania), Ethos Services (Svizzera), Shareholder Support (Olanda). ECGS può inoltre contare sulla partnership di altri esperti locali di governance a Montreal e Melbourne. ECGS ha stilato le risposte seguenti con la consulenza del Dott. Sergio Carbonara, un professionista con sede a Roma, esperto conoscitore delle regole e delle pratiche del mercato italiano, che rappresenta gli interessi di ECGS in Italia.

ECGS agisce unicamente nell’interesse di tutti gli azionisti ed è libero da qualsivoglia conflitto di interessi nella produzione e vendita dei propri servizi di consulenza. ECGS considera il corretto trattamento degli azionisti, risultante da una corretta corporate governance, come il cardine per finanziare nuovi investimenti e, conseguentemente, nuova occupazione.

ECGS coglie l’occasione per congratularsi con la Consob per la presente consultazione, che ha l’obiettivo primario di migliorare l’efficienza del mercato. Partendo dalla convinzione che la corretta informazione e l’equo trattamento di tutti gli azionisti siano i prerequisiti di un contenimento del costo del capitale e di un’economia efficiente, temiamo che alcune proposte di riforma, ispirate dal sistema degli intermediari, possano causare effetti negativi sui diritti degli azionisti di minoranza e, di conseguenza, sull’integrità stessa del mercato italiano.

Il presente documento riporta commenti relativi alle seguenti proposte di modifica:

SEZIONE I

“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”

3. INFORMAZIONE SU OPERAZIONI STRAORDINARIE

5. RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO E GIUDIZI DEL MERITO DI CREDITO

11. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL’ORGANO DI CONTROLLO

SEZIONE II

“PROPOSTE DI INTERVENTI LEGISLATIVI”

1. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL’ORGANO DI CONTROLLO

2. REQUISITI DI INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI

4. DISCIPLINA DELLE AZIONI SPECIALI

7. GLI AUMENTI DI CAPITALE

8. INFORMAZIONE FINANZIARIA PERIODICA

SEZIONE I

“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”

3. INFORMAZIONE SU OPERAZIONI STRAORDINARIE

“Si intende prevedere un regime di opt-out per gli emittenti quotati relativamente ai documenti informativi da predisporre in occasione di operazioni straordinarie significative secondo schemi predisposti dalla Consob.”

Consideriamo che gli investitori sia individuali che istituzionali debbano essere informati con chiarezza riguardo qualsiasi operazione che possa ridurre i diritti o il valore dell’investimento nel capitale sociale. Le fattispecie cui il documento informativo si riferisce (operazioni significative di fusione, scissione o di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, previste all’Art. 70, e operazioni di acquisizione o di cessione significative, all’Art.71) hanno un immediato impatto sia sul valore degli investimenti che sui diritti propri degli azionisti. In forza della loro natura, tali risoluzioni devono essere sottoposte alla votazione assembleare in sede straordinaria. In considerazione della rilevanza che tali operazioni rivestono per tutti gli azionisti, e considerando l’entità del loro impatto, il dettaglio e la trasparenza delle informazioni fornite al pubblico devono essere al massimo livello.

ECGS considera dunque che l’obbligatorietà delle informazioni attualmente fornite sia mantenuta.

ECGS non è favorevole ad alcuna opzione di scelta per gli emittenti sui temi di trasparenza dell’informazione.

5. RACCOMANDAZIONI DI INVESTIMENTO E GIUDIZI DEL MERITO DI CREDITO

La proposta mira ad *“eliminare l’obbligo contenuto del RE Consob relativo alla pubblicazione delle ricerche prodotte dagli specialist, sponsor, lead-manager o co-lead-manager.”* Le ricerche devono attualmente essere pubblicate entro sessanta giorni dal giorno in cui inizia la loro distribuzione.

Nonostante la tempistica di sessanta giorni attualmente prevista renda la pubblicazione delle succitate ricerche assolutamente priva di rilevanza, non sembrano esserci altre motivazioni per l’eliminazione tout court di tale obbligo, soprattutto se si considera il grande impatto che tali ricerche possono avere sulle scelte degli investitori e sul valore di mercato del titolo. L’eliminazione dell’obbligatorietà della pubblicazione delle ricerche prodotte dagli *specialist, sponsor, lead-manager o co-lead-manager* avrebbe l’effetto di incrementare l’asimmetria informativa sui mercati, per cui l’obbligo di pubblicazione delle ricerche in capo a tali soggetti non dovrebbe essere modificato. D’altra parte, la tempistica di 60 giorni dal giorno in cui inizia la loro distribuzione, di cui al comma 3 dell’art.69-*novies*, risulta decisamente non in linea con gli obiettivi di trasparenza dell’informazione.

ECGS considera che l’obbligatorietà delle pubblicazioni in oggetto sia mantenuta, mentre sia previsto che la pubblicazione avvenga entro il giorno in cui inizia la loro distribuzione (modificando conseguentemente l’art.69-*novies*, comma 3 del RE).

11. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL'ORGANO DI CONTROLLO

Una semplificazione dell'attuale sistema di computo degli incarichi esercitati dai membri dell'organo di controllo è assolutamente necessaria e si esprime apprezzamento per le modifiche proposte. Si segnala altresì la necessità di allargare i disposti di cui all'art.148-*bis* del TUF ed al Capo II ("Limiti al cumulo degli incarichi dei componenti dell'organo di controllo") anche con riferimento agli organi di gestione.

La necessità di prevedere un limite al numero di incarichi che un singolo amministratore può detenere è d'altronde da tempo sentita sulla maggior parte dei mercati internazionali, in taluni dei quali i limiti sono imposti da disposizioni legislative.

Al fine di adeguare la regolamentazione italiana con le *best practices* riconosciute a livello internazionale, ECGS considera appropriato limitare il cumulo di incarichi per i membri dell'organo di gestione in: massimo due cariche di amministratore esecutivo o, alternativamente, cinque cariche di amministratore non esecutivo se queste sono tutte non esecutive. Nel caso in cui più cariche siano ricoperte in società appartenenti ad un medesimo gruppo di controllo, queste dovrebbero essere considerate, nel loro complesso, come un unico incarico.

SEZIONE II

"PROPOSTE DI INTERVENTI LEGISLATIVI"

1. LIMITI AL CUMULO DEGLI INCARICHI PER I MEMBRI DELL'ORGANO DI CONTROLLO

Come si è già rilevato al punto 11 della precedente Sezione I, ferma restando la necessità di una semplificazione normativa, il limite al cumulo degli incarichi dovrebbe essere stabilito non solo per i componenti l'organo di controllo di società quotate, ma anche per gli organi di gestione.

2. REQUISITI DI INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI

Si esprime apprezzamento per la proposta di intervento normativo volta ad adeguare i requisiti di indipendenza previsti dall'art. 148, comma 3, del TUF anche per quegli emittenti che dichiarano di non aderire al Codice di Autodisciplina. Inoltre, l'adeguamento dei requisiti per gli amministratori con quelli previsti al medesimo articolo per i sindaci, contribuisce ad una maggiore chiarezza e trasparenza delle metodologie di valutazione.

La regolamentazione del mercato dovrebbe stabilire tutte le misure necessarie per controbilanciare l'eccesso di potere di amministratori che ricoprono il ruolo di Presidente del Consiglio d'Amministrazione e/o Amministratore Delegato, al fine di tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza.

La normativa attuale prevede una presenza di amministratori indipendenti decisamente influente a suddetto bilanciamento di poteri in seno all'organo di gestione: "almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero due se il consiglio di amministrazione sia composto da più di sette componenti" (art.147-*ter*, comma 4, del TUF). Tale pratica deve necessariamente essere sottoposta a modifica. Considerando il livello di concentrazione azionaria e le *best practices* internazionali, almeno il 33% (approssimato all'unità superiore) degli amministratori dovrebbero essere in possesso dei requisiti di indipendenza (di cui all'art.148, comma 3, del TUF). Inoltre, ECGS ritiene che nei casi in cui

l'Amministratore Delegato o la maggior parte degli amministratori esecutivi o il Presidente del Consiglio di Amministrazione (qualora quest'ultimo sia titolare di deleghe gestionali), siano direttamente o indirettamente espressione dell'azionista di controllo (*de jure* o *de facto*), almeno la metà degli amministratori dovrebbero essere indipendenti ai sensi dell'art. 148, comma 3, del TUF.

Al fine di garantire una maggiore rappresentatività in seno al consiglio di amministrazione, il comma 3 dell'art.147-ter del TUF ("almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti") dovrebbe essere modificato introducendo l'obbligo di una maggiore proporzionalità nella nomina degli amministratori allorquando siano presenti più liste di candidati al momento dell'elezione.

ECGS propone, quindi, di modificare l'art.147-ter, comma 3, del TUF, con la previsione che gli amministratori risultino tutti eletti secondo i meccanismi del voto di lista: a ciascun candidato sia assegnata una percentuale di voti pari alla percentuale ottenuta dalla lista di riferimento divisa per il numero progressivo con cui il candidato è indicato nella stessa lista; tutti i candidati, indipendentemente dalla lista di riferimento, siano quindi ordinati in maniera decrescente per il quoziente ottenuto. Dalla lista unica così costituita siano tratti gli amministratori da eleggere.

In alternativa, si propone di modificare l'art.147-ter, comma 3, del TUF, prevedendo che dalla lista che ha ottenuto il maggior numero di voti siano tratti la metà più uno degli amministratori da eleggere, mentre i rimanenti siano tratti da tutte le liste secondo i meccanismi del "voto di lista" sopra descritti.

4. DISCIPLINA DELLE AZIONI SPECIALI

ECGS ritiene che la proposta di introdurre la possibilità di prevedere categorie speciali di azioni non sia accettabile e sia da considerare contraria a tutte le *best practices* internazionalmente riconosciute.

Il diritto al voto assembleare, e di conseguenza la possibilità di incidere sulle scelte strategiche dell'emittente e sui diritti stessi degli azionisti, deve essere assolutamente correlato al possesso azionario (ferme restando tutte le possibili tutele per gli azionisti di minoranza). Gli effetti negativi derivanti da un potere di voto differenziato, per favorire gli azionisti esistenti, non sono appropriati: altre misure possono essere utilizzate a tale scopo, quali la possibilità di optare per nuove azioni in luogo del dividendo (c.d. *scrip dividend*), o anche attraverso la previsione di dividendi maggiorati.

Nessuna modifica all'art. 2351, comma 4, del Codice Civile dovrebbe essere presa in considerazione.

Modifiche sarebbero invece necessarie al fine di eliminare la previsione del voto capitario per le società cooperative quotate sui mercati regolamentati, rendendo obbligatoria, anche per tali ultimi soggetti, la regola *one share – one vote*.

7. GLI AUMENTI DI CAPITALE

ECGS si oppone alla proposta di rimuovere il quorum deliberativo previsto dall'art. 2441, comma 5 del Codice Civile (la metà più uno del capitale anche in convocazione successiva alla prima) in occasione dell'approvazione di un aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione. Non è specificata nella proposta di modifica alcuna ulteriore motivazione, se non la difficoltà in sé dell'approvazione stessa.

L'emissione di diritti privi del diritto di opzione o di alcuna prelazione per gli investitori già azionisti della società è a malapena accettabile dal momento che non ci dovrebbero essere ragioni per privare l'investitore della quota che gli spetta nella società a favore di un nuovo entrante.

Qualsiasi aumento di capitale che escluda il diritto di opzione è per sua propria natura nocivo per gli azionisti della società che lo approva. Il diritto di opzione garantisce l'azionista dal subire un'involontaria diluizione della propria posizione azionaria e consente di difendere il valore dell'investimento per quegli azionisti che, per qualsivoglia ragione, non sono nella posizione di poter sottoscrivere le nuove azioni, attraverso la vendita sul mercato del diritto stesso. Inoltre, l'eliminazione di quorum deliberativi maggiori per incrementi di capitale con l'esclusione del diritto di opzione, si potrebbe prestare ad attività non sempre volte a garantire la sopravvivenza della società in crisi.

Al fine di tutelare tutti gli azionisti da una più che probabile perdita del valore del proprio investimento e anche dall'eventualità di comportamenti scorretti da parte degli organi di gestione, ECGS ritiene che la norma di cui all'art.2441, comma 5, del Codice Civile non debba essere modificata.

La previsione di esonero dal dettato del comma 5 potrebbe al massimo essere prevista solo per quelle società per cui è dimostrato che, in assenza di tale aumento di capitale, si procederebbe alla messa in liquidazione della società stessa. Tale previsione dovrebbe essere comunque soggetta a rigidi criteri di valutazione, quali, ad esempio, che il valore netto degli asset risulti inferiore al capitale sociale oppure che per tre esercizi consecutivi il risultato netto risulti in perdita.

8. INFORMAZIONE FINANZIARIA PERIODICA

La proposta di modifica mira ad inserire, nelle attuali previsioni del D. Lgs 38/2005 relative all'utilizzo dei principi contabili internazionali, un regime facoltativo di *opt-out* con riferimento alla redazione del bilancio d'esercizio delle società, diverse dalle banche, valido per gli emittenti quotati e gli emittenti titoli diffusi.

I mercati azionari sono, per propria natura, internazionali ed aperti ad investimenti da parte di soggetti residenti in legislazioni diverse dall'Italia. La proposta di modifica potrebbe causare maggiori difficoltà di lettura dei bilanci italiani per i grandi investitori istituzionali esteri, che potrebbero essere quindi forzati ad un'astensione o ad un voto contrario in sede di approvazione dei bilanci stessi, con conseguenze potenzialmente molto negative per l'emittente stesso.

Di conseguenza ECGS ritiene che la norma che prevede l'obbligo di redazione dei bilanci secondo i principi contabili internazionali non debba essere modificata.

Parigi, 20 settembre 2011

Per ulteriori informazioni ed eventuali osservazioni al documento si prega di contattare:

Sergio Carbonara

Independent Analyst & Proxy Advisor
Via Gela, 73
00182 - Roma

Tel: +39 393 9748356

e-mail: info@sergiocarbonara.com