

L'incentivazione della partecipazione assembleare e esercizio del diritto di voto nell'ambito del servizio di gestione di portafogli

Introduzione

Il "controllo effettivo da parte degli azionisti è una condizione preliminare per un buon governo societario e dovrebbe quindi essere agevolato e incoraggiato"¹; detto controllo si effettua attraverso l'esercizio consapevole del diritto di voto in ambito assembleare. In assenza di un effettivo controllo, i dirigenti potrebbero privilegiare risultati finanziari di breve periodo rispetto a quelli di medio lungo termine (di natura strategica, finanziaria e non finanziaria, inclusi i fattori ambientali, sociali e di governo), sottoponendo gli azionisti a rischi eccessivi.

La normativa europea, dapprima nel 2007 con la Direttiva 2007/36/CE (di seguito "SHRD1") e successivamente, dieci anni dopo, con la Direttiva (UE) 2017/828 (di seguito "SHRD2"), ha introdotto tutta una serie di principi ed adempimenti per favorire la partecipazione attiva degli azionisti alle assemblee in modo tale che si possano esprimere con cognizione di causa sulle principali decisioni di *governance* delle imprese, quali a titolo esemplificativo, le modifiche statutarie (aumenti di capitale, fusioni, scissioni), la nomina dei membri dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di controllo, la loro remunerazione ecc..

L'Italia, come ogni Stato membro dell'UE, è stata chiamata a dare attuazione alle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative necessarie a conformarsi alle direttive europee SHRD1 e SHRD2.

Se da un punto di vista formale il lavoro è stato compiuto, da un punto di vista sostanziale esistono ancora aree di miglioramento, con particolare riferimento all'effettiva incentivazione della partecipazione assembleare ed esercizio del diritto di voto nell'ambito del servizio di gestione di portafogli².

L'esercizio del diritto di voto nell'ambito del servizio di gestione di portafogli: il caso italiano

Gli investitori che affidano la gestione del proprio patrimonio ad un soggetto professionale, nell'ambito del servizio di gestione di portafogli, possono essere sia al dettaglio³ o "retail", sia istituzionali.

Sulla base dei dati di Assogestioni a fine 2021, le gestioni di portafogli "retail" ammontano a 164 miliardi di euro, mentre quelle istituzionali ammontano a 1.078 miliardi di euro. La composizione di tali portafogli è bilanciata azionaria/obbligazionaria e, per le gestioni istituzionali, la componente azionaria è ragionevolmente più contenuta. Qualora dovesse essere in un intorno tra il 15% e il 20% si tratterebbe comunque di un importo tra i 150 e i 200 miliardi di euro investiti in azioni.

Per le gestioni di portafogli, indipendentemente dalla loro tipologia, al dettaglio o istituzionali, ai sensi del TUF, art. 24, co. 1, lett. c) "*la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita al prestatore del servizio con procura da rilasciarsi per iscritto e per singola assemblea ...*". Al netto di talune modifiche di terminologia, la formulazione dell'art. 24 non è sostanzialmente cambiata nel corso degli anni dal momento della sua approvazione, nel lontano 1998. Nella prima versione il divieto di conferire la rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto per più assemblee era già presente.

¹ Direttiva 2007/36/CE, considerando (3).

² TUF, art. 1, co. 5-quinquies.

³ TUF, art. 1, co. 1, lett. m-duodecies.

Infatti detto divieto deriva dal codice civile, più precisamente dall'art.2372 il cui testo, attualmente in vigore, al secondo comma prevede che “[n]elle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁴ la rappresentanza può essere conferita solo per singole assemblee,⁵ con effetto anche per le successive convocazioni, ...”. Nella versione originaria del 1942, però, la facoltà di conferire la rappresentanza solo per singole assemblee non era prevista. Il testo originario⁶ non poneva altri vincoli a conferire la rappresentanza in assemblea oltre a (i) l'assenza di divieti di natura statutaria; (ii) la forma scritta; (iii) la conservazione dei documenti da parte della società e, da ultimo, (iv) il divieto per amministratori e dipendenti della società di rappresentare i soci in assemblea.

Ripercorrendo le modifiche intervenute nel tempo all'art. 2372 del codice civile, l'inserimento del divieto di conferire la rappresentanza per più assemblee risale al 1974, con la legge 216⁷, art. 8. Rileggendo la relazione introduttiva della VI Commissione Permanente (Finanze e Tesoro) al disegno di legge presentato, divenuto post approvazione legge 216, emerge che la più rigorosa regolamentazione delle deleghe di voto aveva quale obiettivo “la necessità di rendere tale organo [n.d.r. l'assemblea] più efficiente e, quindi, di farne la effettiva espressione della volontà dei soci che vi partecipano”. Per quanto riguarda il divieto di conferire la rappresentanza per più assemblee, unitamente ad altre previsioni del medesimo articolo novato, il fine era quello di eliminare il fenomeno di rastrellamento delle deleghe di voto⁸, normalmente fatto nei confronti degli investitori “retail”, assolutamente poco informati e tutelati, in favore degli amministratori espressione degli azionisti di controllo. A quel tempo, le banche di credito ordinario, custodi delle azioni della clientela “retail”, avevano la facilità amministrativa di raccogliere le deleghe di voto e l'interesse ad appoggiare le iniziative degli amministratori emanazione degli azionisti di controllo delle imprese quotate che erano di norma loro grandi clienti per i finanziamenti e per gli altri servizi che le banche rendevano a dette imprese.

Nulla da eccepire quindi sull'opportunità della misura presa nel 1974. Sono trascorsi quasi cinquant'anni però e il mercato finanziario si è profondamente trasformato: oggi esiste una gestione professionale del risparmio altamente evoluta, con quasi 40 anni di esperienza alle spalle che già, nell'ambito del servizio di gestione collettiva, esercita, *rectius* deve esercitare, professionalmente, nell'interesse dei partecipanti, i diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi comuni d'investimento, sotto la propria responsabilità⁹, con obbligo di rendicontazione.

⁴ Che sono quelle i cui titoli sono tipicamente oggetto d'investimento da parte dei prestatori del servizio di gestione di portafogli.

⁵ È utile segnalare che, nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, i gestori (Sgr, le Sicav, le società di gestione armonizzate, nonché i soggetti extracomunitari) ai sensi del TUF, art. 135-novies, co. 8, possono conferire la rappresentanza per più assemblee, beneficiando di una deroga all'articolo 2372, secondo comma, del codice civile, proprio con l'obiettivo di facilitare l'esercizio del diritto di voto.

⁶ Art. 2372. (Rappresentanza nell'assemblea).

Salvo disposizione contraria dell'atto costitutivo, i soci possono farsi rappresentare nell'assemblea. La rappresentanza deve essere conferita per iscritto, e i documenti relativi devono essere conservati dalla società.

Gli amministratori e i dipendenti della società non possono rappresentare i soci nell'assemblea.

⁷ Legge di conversione del DL 95/1974.

⁸ Anche la SHRD1, considerando (10), esprime la medesima preoccupazione e lascia impregiudicate le disposizioni o le sanzioni che gli Stati membri possono applicare ai “rastrellatori” di deleghe quando i voti sono stati espressi facendo un uso fraudolento delle deleghe raccolte.

⁹ TUF, art. 35-decies, co. 1, lett. e).

E non solo. I gestori professionali del risparmio, anche in relazione alle disposizioni di cui alla SHRD2¹⁰ sostengono nel continuo ingenti investimenti in personale specializzato e sistemi informativi sofisticati, dotandosi di policy¹¹ e procedure per esercitare professionalmente il diritto di voto.

Da un punto di vista operativo, professionisti esperti svolgono l'attività intellettuale di analisi delle delibere assembleari messe all'ordine del giorno e valutano, nell'interesse dell'investitore ed in conformità con le proprie policy, se adottarle o respingerle. Detta attività è spesso accompagnata da confronti con il management delle società (la c.d. politica di *engagement*) con il duplice scopo di migliorare l'analisi dei rischi e delle opportunità che le imprese devono affrontare e supportare le aziende nel miglioramento continuo della loro politica di sviluppo sostenibile.

Da un punto di vista esecutivo, però, l'esercizio del diritto di voto in assemblea, o elettronicamente nelle giurisdizioni che lo prevedono, segue di norma un processo altamente industrializzato, poco personalizzabile per ragioni di efficienza operativa, allineato alle esigenze tipiche della gestione collettiva. Ciò è particolarmente vero per Amundi, un gestore di origine estera che ha centralizzato ed industrializzato l'attività di *voting* ed opera sui principali mercati europei dove non vige il divieto di farsi conferire deleghe assembleari per più assemblee, nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli.

In astratto, l'investitore istituzionale che affida il patrimonio ad un determinato gestore, lo seleziona per la capacità di generare performance nel tempo, sulla solidità del suo processo di investimento valutandone anche la capacità di svolgere efficacemente l'esercizio del diritto di voto sulla base della sua politica di impegno e di come effettivamente ha svolto esercizio del voto, attraverso l'analisi dei reporting sulla modalità di attuazione della politica di impegno. Di norma, se il mandato di gestione non è sottoposto alla legge italiana, conferisce al prestatore del servizio la rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto, in via continuativa. E c'è di più. In considerazione degli ingenti investimenti in mezzi e risorse che richiederebbe l'esercizio in autonomia con piena cognizione di causa del diritto di voto, l'investitore istituzionale svolge più efficacemente il ruolo di azionista attivo, per tutti gli attivi azionari del proprio portafoglio, delegando l'esercizio del diritto di voto ad un gestore professionale, dotato di mezzi intellettuali e materiali che già lo fa nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, in base a modalità chiare e tracciabili, piuttosto che farlo in autonomia, limitandosi ai soli titoli più rappresentativi del portafogli, al di sopra di una soglia di materialità, il cui livello è sempre di natura soggettiva.

Tornando al caso italiano, appare chiaro che la situazione odierna è ben diversa rispetto a quella di metà degli anni '70 che aveva spinto il legislatore a vietare il conferimento della delega in via continuativa. Allora si voleva eliminare il fenomeno del rastrellamento delle deleghe di voto con finalità poco trasparenti presso soggetti spesso poco informati. Al contrario oggi, una rimozione del divieto di conferire la rappresentanza per più assemblee al prestatore del servizio di gestione di portafogli, soprattutto se da parte di investitori istituzionali, aumenterebbe la partecipazione attiva al "*controllo effettivo da parte degli azionisti*", in un quadro normativo e procedurale chiaro e trasparente, come già avviene nell'ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio.

Assumono a tal fine rilevanza anche gli obblighi di comunicazione, da parte dei gestori di attivi a favore degli investitori istituzionali, del modo in cui la strategia d'investimento e la relativa attuazione rispettino gli accordi

¹⁰ In particolare ci si riferisce agli obblighi di trasparenza di cui al CAPO I TER, Articolo 3 *octies* - Politica di impegno, Articolo 3 *novies* - Strategia d'investimento degli investitori istituzionali e accordi con i gestori di attivi, Articolo 3 *decies* - Trasparenza dei gestori di attivi; Articolo 3 *undecies* - Trasparenza dei consulenti in materia di voto.

¹¹ Che devono essere rese disponibili agli investitori attraverso la pubblicazione sul sito internet della società di gestione. A titolo di esempio qui di seguito la policy di Amundi e la sua versione in italiano. <https://about.amundi.com/Metanav-Footer/Footer/Quick-Links/Legal-documentation> e https://www.amundi.it/investitori_privati/ezjscore/call/ezjscamundibuzz::sfForwardFront::paramsList=service=ProxyGedApi&routeld=_dl_ebf62c80-f163-41be-94ef-f2454ff3f142_inline

di gestione con loro conclusi e contribuiscano al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi, introdotti all'art. 124-septies TUF; il nuovo art. 143-septies del Regolamento Emittenti dispone poi che l'adempimento di tali obblighi informativi avvenga, su base annuale, nel rendiconto periodico di cui all'art. 60 del regolamento (UE) 2017/565, in caso di gestione individuale.

Una prima soluzione

Per i prestatori del servizio di gestione di portafogli nei confronti di investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100 del TUF, si propone di introdurre la medesima deroga di cui beneficiano i gestori di forme collettive del risparmio.

Il DM 470/1998, che regola i limiti e le modalità per il conferimento della rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto, deve essere modificato conseguentemente.

Testo emendato dell'Art. 24, TUF

Art. 24.

Gestione di portafogli

1. Al servizio di gestione di portafogli si applicano le seguenti regole:

- a) *il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere;*
- b) *il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso del prestatore del servizio ai sensi dell'articolo 1727 del codice civile;*
- c) *la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione può essere conferita al prestatore del servizio 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. **In deroga all'articolo 2372, secondo comma, del codice civile, gli investitori qualificati ai sensi dell'articolo 100, possono conferire la rappresentanza per più assemblee.***

1-bis. Nella prestazione del servizio di gestione di portafogli non devono essere accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima devono essere chiaramente comunicati ai clienti.

2. Sono nulli i patti contrari alle disposizioni del presente articolo; la nullità può essere fatta valere solo dal cliente.