



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Milano, 25 marzo 2022

Spettabile
Dipartimento del Tesoro
Direzione V (ex IV)
Regolamentazione e Vigilanza
del Sistema Finanziario
Ministero dell'Economia
e delle Finanze
Via XX Settembre, 97
00187 Roma

Prot. n. 61/22

Trasmessa all'indirizzo e-mail: mercatiperlacrescita@mef.gov.it

Oggetto: risposta alla Consultazione pubblica sul Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”

Nel rispondere all'invito a formulare commenti e contributi sul documento di consultazione in oggetto, questa Associazione intende innanzitutto ringraziare per l'opportunità offerta. Assogestioni ringrazia altresì per essere stata coinvolta già nell'ambito dell'analisi iniziale delle aree di regolamentazione e delle prassi di vigilanza critiche ai fini della competitività dei mercati nazionali (avviata su impulso del MEF e portata avanti in raccordo con le autorità, le associazioni di categoria e alcuni operatori di mercato) che ha condotto alla stesura del Libro Verde in consultazione.

I commenti che seguiranno sono finalizzati prevalentemente a rimarcare specifici punti di attenzione, già rappresentati nell'ambito dei lavori della *task force*, e a evidenziare alcuni ulteriori punti da tenere in considerazione in un'ottica di completamento e rafforzamento del processo in corso.

A. Misure volte a migliorare il processo di listing in Italia e rendere più efficiente l'accesso e la permanenza nei mercati, in particolare da parte delle PMI

Osservazioni in merito a un possibile potenziamento dei diritti di voto multipli

Il **possibile potenziamento dei diritti di voto multipli** desta la preoccupazione degli investitori: comporterebbe un aggravato squilibrio tra le prerogative delle maggioranze e delle minoranze azionarie ponendosi in contrasto con il principio “*one share – one vote*”, che è un postulato cardine per gli investitori italiani e internazionali.



Gli investitori istituzionali di tutto il mondo generalmente si oppongono ai meccanismi di rafforzamento del controllo quali i diritti di voto multipli. Oltre alle posizioni già espresse a valle dell'introduzione di tali meccanismi nel nostro ordinamento¹, basti ricordare le osservazioni del CII² e dell'ICGN³ in risposta alla consultazione della Commissione Europea sul Listing Act⁴. 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 mondo⁵.

La questione è quindi di particolare delicatezza, viepiù considerando che il nostro ordinamento, 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 società⁶. Sembra pertanto necessaria una ponderazione attenta, al fine di preservare la più corretta interazione tra società, azionisti di controllo e minoranze azionarie.

Pertanto, qualora si volesse avviare una riflessione sul potenziamento dei diritti di voto multipli, sarebbe necessario impostare un diverso telaio normativo che razionalizzi il sistema attuale, prevedendo che per gli emittenti sia reso disponibile un solo meccanismo di rafforzamento del controllo⁷ e che vengano posti adeguati

¹ Cfr. <https://www.assogestioni.it/articolo/voto-maggiorato-e-voto-plurimo-un-vulnus-al-principio-di-one-share-one-vote>, <https://oneshareonevote.org/>; nonché <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf> il cui testo è allegato alla presente.

² 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>

³ International Corporate Governance Network - ICGN - network internazionale di investitori, aperto anche a emittenti e service provider, rappresentativo di oltre \$ 59 trillion di asset under management - cfr. <https://www.icgn.org/about>

⁴ Cfr. la consultazione della Commissione Europea *Listing Act: Making Public Capital Markets More Attractive For Eu Companies And Facilitating Access To Capital For Smes*

⁵ Il contributo del CII è reperibile al link <https://www.cii.org/files/EU%20Dual%20Class%20SPAC%20Consultation%20final%20posted.pdf>; quello dell'ICGN al link <https://www.icgn.org/icgn-letter-eu-commission-listing-act-making-public-capital-markets-more-attractive-eu-companies>. Entrambi sono altresì allegati alla presente.

⁶ Come riportato anche nel Libro Verde: al momento, risulta ad esempio che solo quattro società quotate abbiano il voto plurimo nei loro statuti.

⁷ Ponendo così fine alla coesistenza di azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato.



limiti all'utilizzo di strutture di voto multiplo, sia aritmetici (individuando dei ragionevoli massimali ai moltiplicatori) sia temporali (prevedendo una *sunset clause* obbligatoria)⁸.

Osservazioni in merito all'agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto con riguardo al servizio di gestione patrimoniale

Con riferimento al servizio di gestione di portafogli, condividiamo appieno la necessità di un intervento di **modifica della disciplina delle deleghe di voto** inerenti agli strumenti finanziari in gestione⁹ ai fini di permettere che la delega di voto sia conferita al prestatore del servizio di gestione di portafogli anche per più assemblee, in deroga all'attuale limite previsto dal codice civile¹⁰.

Ciò permetterebbe ai gestori di portafogli individuali di svolgere pienamente le proprie prerogative a tutela degli interessi dei clienti. Al tempo stesso, tale misura permetterebbe a questi ultimi di avere un coinvolgimento continuativo nel governo delle società in cui i gestori investono il loro denaro. Si contribuirebbe in questo modo a realizzare il dettato della *Shareholder Rights Directive II* ("SRD II")¹¹ nonché a creare un *level playing field* tra gli operatori italiani e quelli internazionali.

B. Misure volte a migliorare le condizioni per la partecipazione ai mercati da parte degli investitori e incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori istituzionali

Questa Associazione esprime particolare apprezzamento per tutte le misure individuate alla lettera B) dell'Allegato tecnico.

In particolare, si accoglie con favore l'idea, suggerita da questa Associazione, di aprire alla possibilità di rivedere le modalità di rimborso delle quote dei FIA chiusi, in modo da garantire maggiore flessibilità nelle modalità di uscita dal fondo e quindi rendere "più attraenti" tali strumenti agli investitori.

Ed è in questa prospettiva che si ritiene dunque necessario individuare le più opportune modifiche da apportare all'articolo 11 del DM 30/2015 al fine di tener conto dei diversi interessi dei partecipanti ai FIA chiusi e cioè sia delle aspettative degli investitori che potrebbero non essere interessati a ottenere rimborsi anticipati prima della fine della durata del FIA (ad esempio, in quanto intendono valorizzare il

⁸ Ciò in linea con studi empirici che evidenziano come le società che abbiano adottato il voto multiplo hanno la tendenza a essere progressivamente svalutate rispetto ai propri *peer*, così come riportato nella sopracitata risposta del CII alla consultazione della Commissione Europea sul Listing Act.

⁹ Cfr. art. 24, comma 1, lett. c) del TUF.

¹⁰ Cfr. art. 2372, co. 2, del codice civile.

¹¹ Direttiva 2017/828/UE. Cfr. in particolare il *Considerando 14* 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*"



proprio investimento all'interno del FIA, rinunciando al rimborso anticipato offerto dal gestore), sia delle aspettative degli investitori che invece potrebbero essere interessati a cogliere periodicamente l'opportunità offerta dal gestore di ottenere rimborsi (ad esempio, per soddisfare esigenze di liquidità).

Sono al riguardo ipotizzabili diversi interventi di modifica dell'articolo 11 del DM 30/2015: (i) l'introduzione di una previsione, sul modello della disciplina americana dei *tender offer fund*, che consenta di indicare nel regolamento/statuto del FIA chiuso la facoltà del gestore di lanciare, a sua discrezione, un'offerta di acquisto parziale delle quote o azioni del FIA chiuso, rivolta indistintamente a tutti i partecipanti al FIA, nel rispetto di alcune condizioni; (ii) l'introduzione di una previsione che consenta di riconoscere rimborsi anticipati su iniziativa dei singoli partecipanti di FIA chiusi previa indicazione nel regolamento o nello statuto del FIA dell'impegno del gestore a comunicare ai partecipanti i periodi di tempo durante i quali i partecipanti possono presentare domande di rimborso, con indicazione della percentuale del controvalore dei rimborsi. Mentre l'ipotesi *sub* (i) si attaglierebbe ai FIA chiusi nei quali le opportunità di cessione dei beni sono difficilmente programmabili e dipendono dalle condizioni di mercato, l'ipotesi *sub* (ii) riguarderebbe prodotti che hanno investito in titoli di debito e crediti, che fin dal momento dell'acquisizione hanno una scadenza definita.

Si esprime, infine, un giudizio positivo in merito alle misure proposte per ridurre gli obblighi di adeguata verifica nei confronti di intermediari esteri a basso rischio che instaurano relazioni con intermediari italiani. Al riguardo si propone di estendere la semplificazione degli obblighi di adeguata verifica anche nel caso in cui il cliente sia un intermediario italiano, senza quindi limitare la portata dell'intervento ai soli intermediari esteri. Una modifica in tal senso della normativa antiriciclaggio contribuirebbe a ridurre gli adempimenti a carico dei soggetti obbligati, rendendo più agevoli le relazioni fra gli intermediari, nel rispetto dell'approccio basato sul rischio.

C. Misure volte a valorizzare le potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato di imprese e investitori

Si auspica che vengano definite in tempi celeri le prospettate opzioni di intervento normativo per sperimentare un nuovo regime di emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, così come già fatto in altri ordinamenti come, ad esempio, la Francia, la Germania e il Lussemburgo, anche in pendenza della definizione del quadro normativo europeo.

In tale contesto si condivide la scelta di adottare un approccio graduale che prevede l'introduzione in una prima fase di un regime normativo a carattere transitorio che consenta l'applicazione delle tecnologie DLT ad alcuni strumenti a circolazione limitata e, in una seconda fase, dedicata alla definizione della cornice normativa volta a consentire, a regime, l'emissione e la circolazione in forma digitale di tutti gli strumenti finanziari.



A tal riguardo si fa presente che sono già in corso, nell'ambito del Comitato Digital Finance dell'Associazione, alcuni approfondimenti sulla emissione e circolazione in forma digitale di quote o azioni di OICR nonché sull'investimento degli OICR in strumenti finanziari emessi in forma digitale.

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si manifesti necessario, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale

All.: c.s.