

Commissione Nazionale
per le Società e la Borsa

Divisione Emittenti

Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Roma, 22 marzo 2011

**Oggetto: Partecipazione alla consultazione pubblica in materia di
sollecitazione di deleghe di voto**

Premessa

La consultazione in oggetto propone l'abrogazione di alcune disposizioni del regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ("Regolamento Emittenti"), in materia di sollecitazione di deleghe di voto.

Georgeson intende portare la propria esperienza, maturata sin dal 1935 come *Proxy Solicitor* nel mercato statunitense e più recentemente in Italia durante la prima iniziativa di sollecitazione di deleghe di voto alla luce della nuova regolamentazione.

Cogliamo l'occasione per sottolineare il nostro pieno apprezzamento per la rivisitazione e semplificazione della relativa disciplina apportata dal d.lgs n.27 del 27 gennaio 2010 e dall'intervento in fase di regolamentazione della stessa Consob con la modifica del Regolamento Emittenti. Apprezzamento manifestatosi fattivamente con l'avvio della prima sollecitazione

di deleghe di voto a poche ore dall'entrata in vigore del rivisitato Regolamento Emittenti e seguita poi da ulteriori iniziative.

Attraverso lo strumento della sollecitazione delle deleghe di voto gli *stakeholders* hanno la possibilità di portare all'attenzione dell'assemblea proposte o eventuali dissensi rispetto a quanto proposto dal management bilanciando, in parte, quelle frequenti situazioni di asimmetria informativa. La stessa possibilità di attivazione della procedura di sollecitazione da parte dell'Emittente potrebbe rendere più agevole, in alcuni contesti, la comunicazione diretta con gli investitori, amplificando le possibilità di partecipazione attraverso la raccolta delle deleghe di voto.

Proposte di modifica del Regolamento Emittenti

Con le modifiche proposte Consob interviene su alcuni problemi applicativi della disciplina regolamentare, con particolare riferimento ai costi della sollecitazione connessi all'adempimento degli obblighi informativi posti in capo agli intermediari e che, gravando sul Promotore, potrebbero apparentemente rischiare di disincentivare l'utilizzo di tale strumento.

Nei successivi paragrafi ci soffermiamo sugli aspetti di maggiore rilievo del documento sottoposto a consultazione presentando osservazioni puntuali su alcune previsioni.

1. Con riferimento alla proposta di abrogazione dell'articolo 136, comma 4, del Regolamento Emittenti si rileva quanto segue:

il sistema di disseminazione delle informazioni prefigurato dall'articolo 136, comma 4, consente al Promotore di raggiungere nel modo più compiuto e su base individuale i titolari del diritto di voto anche in assenza di un manifesto assenso. Rappresenta nei fatti una

garanzia di informativa tempestiva per tutti i soci, qual è lo spirito dello strumento in altri mercati, capace di incidere sulla stessa efficacia della sollecitazione.

Tuttavia, l'esperienza pratica durante le prime sollecitazioni svolte sembra dimostrare come tale previsione possa comportare a carico del Promotore dei costi tali da dissuadere la promozione e la continuazione della stessa attività.

L'abrogazione del disposto secondo Consob non inficerebbe "la facoltà del Promotore di richiedere agli intermediari, nell'ambito di specifici rapporti contrattuali, di comunicare ai depositanti l'avvio della sollecitazione". Ricordiamo che la recente esperienza ha evidenziato notevoli problematiche proprio nella gestione e regolazione degli accordi tra le parti, soprattutto per quanto riguarda i costi, con importanti differenziazioni tra i diversi intermediari.

A nostro avviso il sistema di pubblicità della sollecitazione prefigurato dall'articolo 136, comma 1, non consente di informare propriamente gli investitori, con particolare riguardo a quelli individuali, da sempre tra i meno sensibili agli eventi assembleari come dimostrato anche da un nostro recente studio (nel 2010 rappresentavano in media soltanto lo 0,5% del capitale presente in assemblea). In aggiunta la stessa fruibilità da parte degli investitori esteri (preminentemente istituzionali) delle informazioni potrebbe essere compromessa, considerata la complessità della catena del possesso azionario.

La possibilità di richiedere la trasmissione delle informazioni soltanto in un momento successivo alla istanza di identificazione ai sensi dell'articolo 136, comma 7, rivela due ordini di considerazioni: da un lato le risultanze provenienti dagli intermediari, e su cui si fonderebbero le richieste, potrebbero essere incomplete, vista la necessità del consenso del socio. Dall'altro il mancato riferimento ad un chiaro obbligo per gli stessi intermediari relativamente all'invio dell'informativa avrebbe un sicuro effetto deterrente nell'attivazione di tale modalità di pubblicità.

Al fine di conseguire effettivamente l'obiettivo che il regolatore si è posto e che coincide con un esercizio agevole dello strumento della sollecitazione, Georgeson propone una soluzione opzionale, per cui l'obbligo di cui all'articolo 136, comma 4, dovrebbe permanere nel caso in cui un Promotore intenda avvalersi di tale modalità di diffusione delle informazioni essendo disposto implicitamente a rifondere tutti gli oneri connessi. In questo modo si potrebbe assicurare una adeguata operatività anche a quei Promotori in grado di sopportare economicamente una campagna di sollecitazione capillare su società ad azionariato diffuso e

a grande capitalizzazione. Per questo Georgeson suggerisce di modificare lo stesso comma come segue:

*“4 – Gli ultimi intermediari su **espressa richiesta del Promotore** danno notizia della sollecitazione ai soggetti cui spetta il diritto di voto in tempo utile per la loro eventuale adesione”.*

2. Con riferimento alla proposta di abrogazione dei commi 5 e 6 dell’articolo 136 degli ulteriori obblighi previsti in capo agli ultimi intermediari e i cui costi potrebbero rappresentare un disincentivo alla promozione di una sollecitazione si rileva quanto segue:

la possibilità di raggiungere con una informativa puntuale e capillare i titolari del diritto di voto con riferimento all’avvio di una sollecitazione richiede anche un efficace sistema di trasmissione, attraverso le stesse modalità, del prospetto e del modulo di delega a quanti ne facciano richiesta. Come argomentato precedentemente, i canali di divulgazione previsti dall’articolo 136, comma 1, potrebbero rivelarsi inefficaci soprattutto con riferimento ad una particolare categoria di investitori, quella cosiddetta *“retail”*. L’accesso ad un prospetto o modulo di delega pubblicato sul sito web, nonostante la diffusione di tale mezzo di comunicazione, rappresenta un concreto limite alla diffusione delle informazioni (come ancora oggi Georgeson testimonia in occasione di mandati assembleari). In concreto, con particolare riferimento ad alcune fasce di risparmiatori, si ravvisa la forte esigenza di un contatto diretto con un interlocutore specializzato (intermediario di primo livello o consulente) capace di poter mettere a disposizione anche una documentazione cartacea.

In aggiunta la stessa fruibilità da parte degli investitori non residenti delle informazioni risulterebbe compromessa. Lo stesso dicasi per qualsiasi variazione del prospetto o del modulo di delega, la cui tempestività nella comunicazione si rivela determinante nel successo di una iniziativa di sollecitazione.

Per coerenza con quanto riportato nel paragrafo 1, si suggerisce pertanto di modificare l’articolo 136, comma 5 come segue:

*“5. Il promotore consegna, **su espressa istanza** anche tramite gli ultimi intermediari, il modulo corredato del prospetto a chiunque ne faccia richiesta.”*

E l'articolo 136, comma 6 con:

*“6. Ogni variazione del prospetto e del modulo resa necessaria da circostanze sopravvenute è tempestivamente resa nota con le modalità indicate nel comma 3. Gli ultimi intermediari, **su espressa richiesta del Promotore**, comunicano senza indugio ai soggetti sollecitati l'avvenuta messa a disposizione del prospetto e del modulo modificati.”*

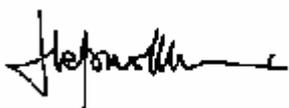
Ulteriori Considerazioni

Georgeson coglie l'occasione per evidenziare un'altra criticità connessa a qualsivoglia fase preliminare di avvio di una procedura di sollecitazione.

A nostro avviso una trasparenza dei costi applicati dagli intermediari, relativamente all'informativa e all'identificazione, permetterebbe ai Promotori di quantificare preventivamente gli oneri connessi all'avvio della sollecitazione.

Infatti allo stato attuale non esiste una piena consapevolezza *ex-ante* dell'impegno economico da parte di quei soggetti eventualmente interessati a utilizzare tale strumento, fattore che rappresenta un forte elemento dissuasivo all'implementazione di tale istituto.

Stefano Marini
CEO, Corporate Advisory
South Europe & Latin America
Georgeson



Fabio Bianconi
Corporate Governance Advisory
South Europe & Latin America
Georgeson

