

Bruxelles, 9.4.2014
SWD(2014) 126 final

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO

che accompagna il documento

Proposta di

**DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO
che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento
dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto
riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario**

e

**RACCOMANDAZIONE DELLA COMMISSIONE
sulla qualità dell'informativa sul governo societario (principio "rispetta o spiega")**

{COM(2014) 213 final}

{C(2014) 2165 final}

{SWD(2014) 127 final}

1. INTRODUZIONE

Negli ultimi anni sono emerse alcune carenze nel governo societario delle società quotate europee con riferimento a differenti soggetti: gli amministratori, gli azionisti (investitori istituzionali e gestori di attivi) e i consulenti in materia di voto.

Solo alcuni aspetti fondamentali del governo societario sono stati armonizzati a livello di UE, in particolare mediante la direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate. La direttiva contiene norme sulla partecipazione alle assemblee. La necessità di potenziare il quadro vigente è stata evidenziata nel piano d'azione della Commissione sul diritto europeo delle società e sul governo societario¹. La presente valutazione d'impatto esamina i vari modi possibili per raggiungere gli obiettivi del piano d'azione.

2. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

La valutazione d'impatto analizza una serie di problemi in materia di governo societario. Una questione fondamentale in questo campo è la separazione tra proprietà e controllo, che crea un rapporto principale-agente tra azionisti e amministratori. La delega della gestione della società dagli azionisti ("principali") agli amministratori ("agenti") dà a questi ultimi la possibilità di agire più nel loro interesse che nell'interesse degli azionisti, il che rischia di rendere subottimali il governo societario e i risultati delle società. Attualmente gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono attori importanti del mercato azionario e l'intermediazione nella catena dell'investimento (delega della gestione quotidiana dell'investimento ai gestori di attivi) è notevolmente aumentata. L'aumento dell'intermediazione è stato all'origine di incentivi nella catena dell'investimento che sono spesso incentrati sui risultati a breve termine e non sfruttano a sufficienza i vantaggi derivanti dall'impegno degli azionisti. Di conseguenza, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono spesso assenti e non si interessano alla gestione delle società. Questo accentua i problemi di agenzia tra azionisti e amministratori delle società e porta a risultati subottimali delle società quotate. Gli studi dimostrano che, oltre a migliorare i risultati degli amministratori, l'impegno a lungo termine degli azionisti contribuisce a rafforzare la competitività e i risultati delle società.

2.1. Insufficiente impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi

La crisi finanziaria ha evidenziato il disfunzionamento del controllo degli azionisti nel settore finanziario. In molti casi, gli azionisti hanno sostenuto, anziché contenerla, l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine da parte dei dirigenti. In genere gli azionisti delle società quotate non sono molto diversi da quelli degli enti finanziari ed è dimostrato che l'attuale livello di "monitoraggio" delle società partecipate e di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi è subottimale. Gli studi evidenziano che gli investitori istituzionali e i loro gestori di attivi non prestano sufficiente attenzione ai risultati a lungo termine delle società, ma si concentrano sulle fluttuazioni dei prezzi delle azioni e sulla struttura degli indici del mercato dei capitali, il che può portare a rendimenti subottimali per i beneficiari finali (ad esempio i futuri pensionati) e sottoporre le società a una pressione a breve termine.

¹ COM(2012) 740 final.

L'eccessiva concentrazione sui risultati a breve termine sembra trarre origine da un disallineamento degli interessi tra proprietari e gestori di attivi. Sebbene i proprietari di attivi di elevata entità, avendo passività a lungo termine, abbiano anche interessi a lungo termine, per la selezione e la valutazione dei gestori degli attivi si basano spesso su parametri di riferimento, quali gli indici di mercato, e i risultati del gestore degli attivi sono spesso valutati su base trimestrale. Poiché, in caso di risultati mediocri, i gestori degli attivi possono perdere il mandato, per molti di essi la preoccupazione principale sono i risultati a breve termine rispetto a un parametro di riferimento o ad altri gestori di attivi, anche se i beneficiari finali sono interessati al rendimento a lungo termine dell'investimento in termini assoluti. Gli incentivi a breve termine distolgono attenzione e risorse dall'obiettivo di investire in base ai fondamentali e a prospettive a più lungo termine e dall'incremento del valore a lungo termine attraverso l'impegno degli azionisti, il che esercita pressioni a breve termine sulle società scoraggiando gli investimenti volti a migliorare la competitività.

Seppure ancora relativamente limitato, cresce il numero degli investitori che cercano di combinare ottimi risultati finanziari con la creazione di valore a lungo termine e le cui strategie di investimento comportano anche un impegno nei confronti delle società partecipate.

2.2. Insufficiente correlazione tra la remunerazione e i risultati degli amministratori

Anche la sorveglianza degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori è risultata insufficiente. La remunerazione degli amministratori riveste un ruolo fondamentale nell'allineare gli interessi degli azionisti e degli amministratori e nel garantire che questi ultimi agiscano nel migliore interesse della società. In mancanza di una sorveglianza della remunerazione degli amministratori da parte degli azionisti, si rischia che gli amministratori applichino strategie che li ricompensano personalmente ma che possono non contribuire ai risultati a lungo termine della società. Nel vigente quadro sono state riscontrate diverse carenze. In primo luogo, le informazioni comunicate dalle società non sono complete, chiare e confrontabili. In secondo luogo, gli azionisti spesso non dispongono di strumenti sufficienti per esprimere il loro parere sulla remunerazione degli amministratori.

2.3. Insufficiente sorveglianza delle operazioni con parti correlate da parte degli azionisti

Le operazioni con parti correlate, ossia le operazioni tra una società e i suoi dirigenti, amministratori, soggetti controllanti o azionisti, offrono la possibilità di acquisire un valore appartenente alla società a scapito degli azionisti (di minoranza). Nella maggior parte dei casi, gli azionisti non hanno accesso a informazioni sufficienti prima dell'operazione prevista e non dispongono di strumenti adeguati per opporsi alle operazioni abusive. Poiché nella maggior parte dei casi gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sono azionisti di minoranza, un maggiore controllo delle operazioni con parti correlate consentirebbe loro di tutelare meglio i propri investimenti.

2.4. Insufficiente trasparenza dei consulenti in materia di voto

I consulenti in materia di voto rivolgono raccomandazioni agli investitori su come votare nelle assemblee delle società quotate. Il gran numero di partecipazioni azionarie (transfrontaliere) detenute da molti investitori istituzionali e gestori di attivi e la complessità delle

problematiche rendono in molti casi inevitabile il ricorso a consulenti in materia di voto, che hanno pertanto un'influenza considerevole sui comportamenti di voto di questi investitori. Sono state rilevate, in particolare, carenze relative alla qualità delle consulenze nonché conflitti di interesse.

2.5. Difficoltà e onerosità dell'esercizio dei diritti conferiti dalle azioni

Gli investitori hanno difficoltà a esercitare i diritti conferiti dalle azioni che possiedono, soprattutto se si tratta di azioni detenute a livello transfrontaliero. Nelle catene di detenzione mediante intermediari, soprattutto quando l'amministrazione dei conti titoli è affidata a molti di essi, le società non trasmettono le informazioni agli azionisti o i voti degli azionisti vanno perduti. Vi è inoltre una maggiore probabilità di abuso dei diritti di voto da parte degli intermediari. Le cause principali sono tre: l'impossibilità per la società di identificare gli investitori, la mancata trasmissione tempestiva delle informazioni e dei diritti nella catena dell'investimento e la discriminazione basata sul prezzo delle partecipazioni transfrontaliere.

2.6. Qualità insufficiente delle informazioni sul governo societario

La qualità delle relazioni sul governo societario elaborate dalle società quotate nell'UE è risultata carente, specie per quanto riguarda le spiegazioni delle deviazioni dalle raccomandazioni sui codici di governo societario. In più del 60% dei casi, le società non hanno fornito spiegazioni sufficienti della loro scelta di non applicare le raccomandazioni. L'inadeguatezza delle relazioni rende più difficile per gli azionisti prendere decisioni di investimento con cognizione di causa e impegnarsi nei confronti della società.

2.7. Sussidiarietà

La competenza per l'azione si basa sull'articolo 50, paragrafo 2, lettera g), del TFUE. L'importanza crescente degli investimenti azionari transfrontalieri (il 44% circa della capitalizzazione di mercato totale delle società quotate dell'UE è detenuto da investitori esteri) e i cambiamenti nella catena dell'investimento azionario giustificano l'adozione di misure mirate a livello dell'Unione per tutelare gli interessi degli azionisti e degli altri portatori di interesse. Solo un numero limitato di Stati membri ha preso provvedimenti, o pensa di farlo, per affrontare i problemi, ma queste misure non possono costituire soluzioni efficaci. L'adozione di misure da parte dei singoli Stati membri darebbe probabilmente luogo a serie di norme diverse, determinando una disparità di condizioni che potrebbe compromettere o ostacolare ulteriormente il buon funzionamento del mercato interno.

3. OPZIONI DI INTERVENTO, VALUTAZIONE D'IMPATTO E SCELTA DELL'OPZIONE PREFERITA

3.1. Aumento del livello di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Raccomandazione sulla trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi per quanto riguarda voto, impegno e taluni aspetti dei mandati di gestione degli attivi
3 Obbligo di trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi per quanto riguarda voto, impegno e taluni aspetti dei mandati di gestione degli attivi

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: raccomandazione sulla trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi	+	+	+
Opzione 3: norme vincolanti sulla trasparenza degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi	++	+	+

L'opzione preferita è la 3:

quest'opzione aumenterebbe la trasparenza sul modo in cui i proprietari di attivi incentivano i rispettivi gestori di attivi ad agire nel migliore interesse a lungo termine dei beneficiari e ad applicare strategie di investimento che implicino l'impegno degli azionisti. Ai gestori di attivi si chiederebbe trasparenza sulle loro politiche di impegno, sui relativi benefici e sul modo in cui assolvono al loro mandato. La disponibilità di informazioni concrete e pertinenti permetterebbe ai proprietari di attivi di decidere con maggior cognizione di causa le rispettive politiche di investimento, stimolandoli a impegnarsi maggiormente nei confronti delle società partecipate. La trasparenza sui costi delle frequenti rotazioni del portafoglio da parte dei gestori di attivi potrebbe ridurre l'entità di tali operazioni, contribuendo a spostare maggiormente l'attenzione sul valore fondamentale delle società e aumentando tale valore attraverso l'impegno degli azionisti. A termine queste misure potrebbero permettere di risparmiare sui costi e aumentare il rendimento per i gestori di attivi e i beneficiari finali. In particolare, una maggiore attenzione ai fondamentali e alla reale capacità delle società di creare valore potrebbe risultare vantaggiosa per le PMI quotate. Un maggiore impegno e una prospettiva a più lungo termine potrebbero inoltre spingere le società a investire maggiormente nella ricerca e nella competitività, creando quindi maggiore occupazione.

L'adozione di norme vincolanti sulla trasparenza sarebbe probabilmente la soluzione più adatta per innescare un cambiamento positivo con costi limitati.

3.2. Instaurare una migliore correlazione tra la remunerazione e i risultati

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Norme vincolanti sulla trasparenza delle remunerazioni
3 Voto degli azionisti sulle remunerazioni

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: norme vincolanti sulla trasparenza delle remunerazioni	+	+	+
Opzione 3: voto degli azionisti sulle remunerazioni	+	++	+

Le opzioni preferite sono la 2 e la 3: la disponibilità di informazioni chiare, complete e confrontabili riguardanti la politica retributiva e le singole remunerazioni degli amministratori aiuterebbe gli azionisti ad esercitare una sorveglianza efficace. Armonizzando gli obblighi di informativa a livello dell'UE si risolverebbe il problema dell'asimmetria dell'informazione, riducendo al minimo i costi di agenzia. Questo sarebbe inoltre vantaggioso per gli investimenti transfrontalieri, in quanto semplificherebbe il raffronto delle informazioni e renderebbe l'impegno più facile e meno costoso. In tal modo si aumenterebbe anche la responsabilità delle società dinanzi ad altri portatori di interesse.

Il diritto di voto sulle remunerazioni fornirebbe agli azionisti uno strumento efficace per sorvegliare le remunerazioni degli amministratori e impegnarsi nei confronti delle società, rafforzando inoltre la correlazione tra la remunerazione e i risultati.

3.3. Trasparenza e sorveglianza delle operazioni con parti correlate

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Strumenti normativi non vincolanti contenenti orientamenti
3 Maggiori obblighi di trasparenza per le operazioni con parti correlate
4 Voto degli azionisti sulle operazioni più significative

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: strumenti normativi non vincolanti contenenti orientamenti	≈	≈	+
Opzione 3: maggiori obblighi di trasparenza per le operazioni con parti correlate	+	+	+
Opzione 4: voto degli azionisti sulle operazioni più significative	++	++	+

Le opzioni preferite sono la 3 e la 4: la disponibilità di informazioni ex ante sulle operazioni più importanti permetterebbe agli investitori (in particolare agli azionisti di minoranza) di agire contro le operazioni non giustificate e di impegnarsi maggiormente nella società, mentre il diritto di voto permetterebbe loro di opporsi alle operazioni abusive. Il voto degli azionisti stimolerebbe inoltre la riflessione delle società sulle operazioni con parti correlate. Questa combinazione potrebbe avere effetti positivi sia sulla competitività e sulla sostenibilità delle società che sugli investimenti transfrontalieri.

È probabile che norme vincolanti siano più efficaci rispetto a strumenti normativi non vincolanti contenenti orientamenti.

3.4. Trasparenza dei consulenti in materia di voto

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Raccomandazione sulla trasparenza della metodologia e sui conflitti di interesse
3 Obblighi stringenti di informativa sulla metodologia e sui conflitti di interesse
4 Quadro normativo dettagliato

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: raccomandazione sulla trasparenza	≈	+	++
Opzione 3: norme vincolanti sulla trasparenza	+	++	+
Opzione 4: quadro normativo dettagliato	++	-	-

L'opzione preferita è la 3: un obbligo di informativa sui due elementi più sensibili (metodologia e gestione dei potenziali conflitti di interesse) eserciterebbe ulteriori pressioni sui consulenti in materia di voto affinché definiscano procedure adeguate in merito a questi aspetti fondamentali. L'imposizione di obblighi vincolanti in materia di trasparenza sarebbe più efficace di strumenti normativi non vincolanti e permetterebbe al tempo stesso di evitare oneri non flessibili e sproporzionati legati a un quadro normativo dettagliato.

3.5. Identificazione degli azionisti e facilitazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti da parte dei fornitori di conti titoli

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Norme minime dell'UE
3 Requisiti dettagliati per quanto riguarda la possibilità di identificare gli azionisti e obblighi relativi all'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti da parte degli intermediari

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: norme minime dell'UE	+	++	+
Opzione 3: obblighi per gli intermediari relativi al meccanismo di identificazione degli azionisti	++	++	+

L'opzione preferita è la 3: l'obbligo per gli intermediari che forniscono conti titoli di offrire alla società un servizio di identificazione degli azionisti agevolerà i contatti diretti tra l'azionista e la società. L'obbligo per questi intermediari di trasmettere le informazioni relative all'azione, agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti e giustificare le differenze di prezzo per questi servizi se i diritti sono esercitati a livello transfrontaliero eviterà che i voti degli azionisti vadano perduti e permetterà agli azionisti di impegnarsi in modo più efficace al di là delle frontiere.

3.6. Migliorare la qualità delle relazioni sul governo societario

Opzioni di intervento
1 Opzione dello status quo
2 Raccomandazione contenente orientamenti
3 Requisiti dettagliati relativi alle relazioni sul governo societario

Valutazione delle opzioni di intervento			
	Efficacia	Efficienza	Coerenza
Opzione 1: status quo	0	0	0
Opzione 2: raccomandazione contenente orientamenti	+	++	++
Opzione 3: norme dettagliate	++	+	+

L'opzione preferita è la 2: la definizione di orientamenti sulle spiegazioni delle deviazioni dai codici consentirà probabilmente alle società di elaborare tali relazioni in modo più consapevole e ne migliorerà la qualità. Questo incoraggerà inoltre le società a riflettere in modo più approfondito sulle loro modalità di governo societario e a migliorarle, se necessario, contribuendo a ottimizzare i risultati. Tali orientamenti potrebbero anche promuovere gli investimenti transfrontalieri grazie alla maggiore trasparenza e confrontabilità delle relazioni.

4. INCIDENZA GLOBALE DEL PACCHETTO

L'approccio proposto costituisce un pacchetto di azioni complementari. Il pacchetto, che fa parte del lavoro della Commissione sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea, contribuisce a fare in modo che gli azionisti adottino una prospettiva più a lungo termine, il che garantisce migliori condizioni di gestione per le società quotate.

L'obiettivo delle opzioni preferite è garantire agli investitori una disponibilità di informazioni chiare, complete e confrontabili in modo da eliminare gli ostacoli all'impegno, specialmente per gli investitori transfrontalieri. Oltre a permettere agli investitori e ai beneficiari finali di decidere con maggior cognizione di causa, una maggiore trasparenza in merito all'incidenza delle politiche di investimento motiverà gli investitori a impegnarsi maggiormente nelle società partecipate. Un maggiore impegno degli azionisti avrà probabilmente effetti positivi sia sul valore azionario che sull'efficienza, sulla competitività e sui risultati della società interessata².

Il pacchetto proposto potrebbe quindi avere un'incidenza positiva sulla sostenibilità a lungo termine delle società quotate, comprese le PMI, che trarrebbero probabilmente vantaggio da un migliore accesso ai mercati dei capitali. Si può ipotizzare anche qualche effetto positivo dal punto di vista sociale, visto che società operanti in un'ottica a lungo termine potrebbero creare più posti di lavoro. Non si prevede un impatto ambientale specifico.

Il pacchetto aumenterebbe gli oneri amministrativi, anche per le PMI quotate. Questi costi, tuttavia, sarebbero limitati, visto che le misure previste riguardano per lo più la trasparenza e la pubblicazione e che un certo grado di trasparenza viene già imposto o applicato su base volontaria. Inoltre, i costi saranno ripartiti uniformemente tra i vari gruppi di portatori di interesse.

5. VALUTAZIONE

Dopo cinque anni dal termine per il recepimento sarà eseguita una valutazione d'impatto del pacchetto, in base alla quale si potrà vagliare l'opportunità di eventuali modifiche.

² L'impegno degli azionisti nel governo societario, con particolare attenzione alla remunerazione, può generare in media CAR e BHAR del 7-8% su un anno, ridurre il costo del capitale per le società e migliorarne considerevolmente la gestione e la redditività.