

## Facciamo il punto sul bail in

di Giulia Mele

22/12/2014 16:17

### Introduzione

Negli ultimi mesi la *European Banking Authority* (di seguito l'“**EBA**”) ha pubblicato tre documenti aventi ad oggetto lo strumento del *bail in*. Si tratta di:

1. un progetto di linee guida per l'interpretazione relativa alle interrelazioni fra le disposizioni della direttiva (UE) n. 59/2014 (di seguito la “**BBRD**”) e quelle del regolamento (UE) n. 575/2013 e della direttiva (UE) n. 36/2013 (di seguito il “**CRR**” e la “**CRD IV**”);
2. un progetto di linee guida sulla fissazione dei tassi di conversione del debito in capitale;
3. un progetto di linee guida sul trattamento degli azionisti nel *bail-in* o nella svalutazione o nella conversione degli strumenti di capitale.

Il potere dell'EBA di pubblicare tali provvedimenti è previsto direttamente dalla BBRD che le attribuisce il compito di emanare orientamenti a norma dell'art. 16 del Regolamento (UE) n. 1093/2010.

L'obiettivo dei tre documenti è duplice: da un lato, assicurare l'effettività dello strumento del *bail in* affinché lo stesso sia in grado di assorbire le perdite e, conseguentemente, ripristinare il capitale dell'ente; dall'altro, chiarire agli azionisti e alle autorità di risoluzione, anche per ragioni di trasparenza, le modalità di utilizzo e di applicazione di questo nuovo strumento di risoluzione.

Prima di esaminare i contenuti dei provvedimenti sopra citati, conviene preliminarmente descrivere le caratteristiche e il funzionamento del *bail in*.

### 1. Il *bail in*

Il *bail in* è — insieme alla vendita dell'attività d'impresa, alla *bridge institution* (ente ponte) e alla separazione delle attività — uno dei nuovi strumenti di risoluzione previsti dalla BBRD nell'ambito del *Single Resolution Mechanism* (di seguito “**SRM**”), il quale si prefigge lo scopo di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, riducendo al minimo l'impatto negativo sui depositanti e sui contribuenti.

Come noto, il SRM dota le autorità di risoluzione competenti (a seconda dei casi la Commissione/Consiglio o le autorità nazionali) di strumenti idonei a prevenire le crisi bancarie, intervenendo quando le condizioni della banca si siano

“deteriorate” e quando la crisi sia ormai manifesta.

L'intensità dell'intervento dell'autorità competente viene modulato a seconda della gravità della crisi che interessa l'ente. A tal fine si possono distinguere tre fasi: a) pianificazione del risanamento (*preparation and prevention*); b) intervento precoce (*early intervention*) e c) risoluzione delle crisi.

Nella fase della pianificazione del risanamento sono adottate misure preparatorie ed i piani di risoluzione (*resolution plans*) ed i piani di risanamento (*recovery plans*). La fase dell'intervento precoce si verifica, invece, allorché la banca, pur non essendo ancora insolvente, versa in una situazione economica di difficoltà che potrebbe condurre allo stato di insolvenza. Infine, l'ultima fase è quella **risoluzione** in senso stretto. Nonostante l'ambiguità del termine “*resolution*”, si deve ritenere che con lo stesso debba intendersi uno stato di profonda crisi dell'ente (quindi più grave e manifesta di quella della fase precedente) che, tuttavia, non coincide ancora con lo stato di insolvenza.

È proprio in questa ultima fase che può essere impiegato lo strumento del *bail in* il cui utilizzo, particolarmente invasivo soprattutto per gli azionisti, si giustifica proprio in ragione della gravità del dissesto, così profondo da escludere l'esistenza di soluzioni alternative per il risanamento delle finanze della banca entro limiti di tempo accettabili.

Lo strumento in esame, disciplinato dagli articoli 43 e seguenti della BBRD, intende evitare che il costo della risoluzione di un ente in dissesto sia sostenuto dai contribuenti; infatti applicando il *bail in*, i costi della “ristrutturazione” graveranno sugli azionisti e sui creditori.

I creditori dell'ente, infatti, potrebbero veder ridotte o cancellate le cedole, ridotto il valore nominale del credito, oppure potrebbero subire la conversione forzata dei loro titoli in azioni. Lo strumento, pertanto, finisce per incentivare quest'ultimi a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali e si pone come strumento idoneo a porre un freno al *moral hazard*.

Peraltro, la pervasività dello strumento ha indotto il legislatore ad introdurre rigidi vincoli e precise condizioni per la sua applicazione. In particolare lo stesso, oltre ad essere soggetto ai principi generali che disciplinano la risoluzione (art. 34 della BBRD), può essere utilizzato solo se esiste una prospettiva ragionevole che la sua applicazione consenta non solo di raggiungere gli obiettivi della risoluzione ma anche di risanare l'ente ripristinandone la solidità finanziaria.

Inoltre il legislatore ha previsto, all'art. 44 della BBRD, che alcune passività siano esentate dal meccanismo del *bail in*. Fra le esenzioni principali vi sono i “depositi garantiti” (ovvero quelli di importo inferiore ai 100.000 euro coperti dal sistema di assicurazione dei depositi già vigente in tutti i paesi europei), ma

anche altre passività garantite, ivi compresi i *covered bonds*.

Inoltre il legislatore ha previsto una *escape clause* che stabilisce che le autorità competenti possano non applicare il *bail in* in tre ipotesi: a) quando ciò si renda necessario al fine di assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente; b) quando non sia possibile applicare lo strumento in tempi ragionevoli e c) quando il suo utilizzo possa compromettere la stabilità finanziaria del sistema.

Inoltre, a tutela dei creditori è previsto che nessuno riceva, da questa procedura, meno di quello che avrebbe ricevuto applicando le tradizionali procedure di insolvenza nazionali (*no creditor worse off*, NCWO). Conviene sottolineare, in ogni caso, la difficoltà di stabilire *ex ante* la convenienza di tale procedura rispetto a quelle nazionali e, conseguentemente, il probabile rischio di lunghi contenziosi giudiziari in caso di insuccesso delle misure di risoluzione e apertura di una procedura di insolvenza.

Infine, meritano di essere evidenziati, tra gli altri, due elementi di debolezza dello strumento in esame. Da un lato, il *bail in* non genera nuova liquidità, per cui lo stesso, al fine del superamento della crisi, dovrà essere preferibilmente combinato con altri strumenti; dall'altro, il coinvolgimento dei depositanti nel "salvataggio" delle banche rischia di generare una "corsa agli sportelli" capace di realizzare l'evento da scongiurare, ovvero il fallimento della banca.

Quanto fin qui esposto permette, forse solo parzialmente, di cogliere la cruciale importanza dello strumento del *bail in* nel processo di salvataggio delle banche. Tale circostanza spiega la necessità degli interventi dell'EBA volti a chiarire e a determinare ulteriormente le modalità di applicazione dello strumento menzionato anche al fine di garantirne l'efficacia.

Conviene, pertanto, passare ad una disamina dei contenuti dei tre documenti pubblicati dall'EBA.

2. Progetto di linee guida per l'interpretazione relativa alle interrelazioni fra le disposizioni della BRRD e il pacchetto CRR/CRD IV in materia di svalutazione e conversione

Il 1 ottobre 2014 l'EBA ha pubblicato un documento di consultazione (EBA/CP/2014/29) che chiarisce la relazione tra la sequenza della svalutazione e della conversione delle passività prevista dall'art. 48 della BRRD e la gerarchia degli strumenti di capitale prevista nel CRR. La consultazione rimarrà aperta fino al 3 gennaio 2015.

L'art. 48 della BRRD stabilisce, infatti, l'ordine con cui le autorità di risoluzione devono procedere alla svalutazione e alla conversione degli strumenti di capitale.

In generale, la BRRD stabilisce che gli strumenti di capitale debbano subire perdite prima delle altre passività ed in particolare devono essere svalutati prima gli elementi di capitale primario di classe 1, poi gli strumenti aggiuntivi di classe 1, poi gli elementi di capitale di classe 2 ed, infine, le altre passività.

La necessità di emanare linee guida è spiegata dalla difficoltà di ricondurre alcuni strumenti di capitale previsti dal CRR ad una delle categorie previste dall'art. 48 della BRRD.

A tal fine le linee guida dettano due principi di ordine generale che debbono guidare i processi di svalutazione e conversione in ipotesi di applicazione dello strumento del *bail in*.

La prima regola stabilisce l'obbligo, per le autorità di risoluzione, di riservare il medesimo trattamento agli strumenti di capitale che sulla base della procedura ordinaria di insolvenza hanno lo stesso rango; mentre la seconda dispone che le autorità di risoluzione debbano valutare gli strumenti che sono parzialmente inclusi nel calcolo dei fondi propri come se lo fossero completamente.

Infine l'EBA precisa che le due regole dettate sono basate sui principi generali in materia di risoluzione previsti dall'art. 34 della BRRD in base al quale a) gli azionisti dell'ente soggetto a risoluzione debbono sopportare le prime perdite; b) i creditori dell'ente soggetto a risoluzione sostengono le perdite dopo gli azionisti, secondo l'ordine di priorità delle loro pretese con procedura ordinaria di insolvenza; e c) nessun creditore può sostenere perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto se l'ente fosse stato liquidato con la procedura ordinaria di insolvenza.

3. Progetto di linee guida sulla fissazione dei tassi di conversione del debito in capitale

L'11 novembre 2014 l'EBA ha pubblicato un documento di consultazione (EBA/CP/2014/39) che fissa i tassi di conversione del debito in capitale. La consultazione rimarrà aperta fino al 6 febbraio 2015.

L'art. 50 della BRRD stabilisce, infatti, che le autorità di risoluzione possano applicare tassi di conversione diversi a classi diverse di strumenti di capitale. Il medesimo articolo, inoltre, attribuisce all'EBA il compito di emanare linee guida che indichino le modalità con cui compensare adeguatamente i creditori interessati mediante il tasso di conversione e i relativi tassi di conversione adeguati a rispecchiare il privilegio delle passività di primo rango a norma del diritto fallimentare applicabile.

Anche in questo caso, l'EBA individua due principi fondamentali che devono regolare la fissazione dei tassi di conversione.

La prima regola è quella del "*No creditor worse off*" stabilita dall'art. 75 della BRRD. In base a tale principio, le autorità nazionali, nella fissazione dei tassi di conversione devono assicurare che gli azionisti e i creditori non ricevano un trattamento peggiore rispetto a quello che avrebbero ottenuto in una ordinaria procedura di insolvenza. Tale valutazione dovrà essere effettuata *ex ante* sulla base di quanto disposto dall'art. 36 della BRRD.

Il secondo principio è quello del rispetto della "gerarchia dei creditori". In questo caso le linee guida richiamano, ancora una volta, i principi generali sulla risoluzione stabiliti nell'art. 34 della BRRD.

Nonostante l'emanazione delle linee guida, potrebbe risultare comunque difficile individuare, *ex ante*, un tasso di conversione dei crediti che assicuri il rispetto del NCWO e che rifletta la gerarchia delle pretese dei creditori.

4. Progetto di linee guida sul trattamento degli azionisti nel *bail-in* o nella svalutazione o nella conversione degli strumenti di capitale

L'art. 47 della BRRD stabilisce che le autorità di risoluzione, in caso di applicazione dello strumento del *bail in* o in caso di svalutazione o conversione degli strumenti di capitale, possono

adottare una delle seguenti azioni:

1. la cancellazione delle azioni esistenti o degli altri titoli di proprietà o il loro trasferimento a creditori soggetti al *bail in*;
2. la diluizione degli azionisti e dei detentori di altri titoli di proprietà esistenti in conseguenza della conversione in azioni di strumenti di capitale e di altre passività ammissibili. La BRRD chiarisce, peraltro, che tale operazione risulta possibile solo a condizione che l'ente soggetto a risoluzione abbia un valore netto positivo.

Il medesimo articolo, infine, incarica l'EBA di adottare degli orientamenti che specifichino le circostanze in cui ciascuno degli strumenti dovrebbe essere utilizzato.

A tal fine, l'11 novembre 2014 l'EBA ha aperto, fino al 6 febbraio 2015, una consultazione in cui sono tracciate le linee guida per l'applicazione della "cancellazione e del trasferimento" e della "diluizione" (con tale locuzione deve intendersi il caso in cui vengono emesse nuove azioni o strumenti finanziari che riducono parzialmente e proporzionalmente i diritti degli azionisti).

Dalla disanima delle linee guida emerge che la scelta dello strumento da utilizzare dipende dal valore netto dell'ente, oggetto di una duplice stima.

Da un lato, le autorità di risoluzione devono valutare *ex ante* il valore netto dell'ente al termine della procedura di insolvenza (di seguito "**ex ante valuation**"); dall'altro, devono valutare, sempre *ex ante*, quale sarebbe stato il valore netto dell'ente se fosse stato sottoposto ad una normale procedura di insolvenza (di seguito "**ex ante insolvency valuation**"). Incrociando tali dati, le autorità di risoluzione possono individuare lo strumento più idoneo da utilizzare. In particolare: **Valore netto dell'ente Strumenti da utilizzare** Valore netto positivo all'esito della *ex ante valuation* e della *ex ante insolvency valuation*.

- Cancellazione parziale

- Trasferimento parziale

- Diluizione Valore netto negativo o pari a zero all'esito della *ex ante valuation* e della *ex ante insolvency valuation*.

- Cancellazione totale

- Trasferimento totale Valore netto positivo all'esito della *ex ante valuation* ma negativo o pari a zero all'esito della *ex ante insolvency valuation*.

- Cancellazione parziale o totale

- Trasferimento parziale o totale

- Diluizione

Conclusioni

Come anticipato, i progetti di linee guida pubblicati dall'EBA hanno lo scopo di chiarire i meccanismi di funzionamento dello strumento del *bail in* al fine di garantirne l'effettività.

Si deve ritenere, tuttavia, che le stesse si prefiggano anche un altro obiettivo, ovvero quello di limitare, nell'applicazione dello strumento in esame, la discrezionalità delle autorità di risoluzione soprattutto nel caso in cui siano individuate come autorità competenti quelle azionali.

Il rischio, in questi casi, è che le autorità nazionali applichino tale

strumento non nell'ottica della salvaguardia della stabilità del sistema finanziario, quanto piuttosto in quella della tutela degli interessi nazionali. È chiaro, quindi, che tanto più le linee guida saranno stringenti, tanto minore sarà il rischio di arbitraggio.

## Pillole dall'ultimo rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane

di Angela Ciavarella, Nadia Linciano, Rossella Signoretti

22/12/2014 16:08

Il terzo Rapporto Consob sulla *corporate governance* traccia una ricognizione approfondita in materia di assetti proprietari, organi sociali, partecipazione degli investitori istituzionali alle assemblee e operazioni con parti correlate delle società quotate italiane. Quali i messaggi principali?

### Rimangono stabili le evidenze relative a fenomeni strutturali, quali la limitata contendibilità del controllo ...

A fine 2013, la metà delle società quotate risulta controllata di diritto, il 20% circa con partecipazioni inferiori al 50% e il 16% circa attraverso patti parasociali. Rispetto al 2010, il numero di società controllate da una coalizione di azionisti si è ridotto in maniera significativa, passando da 51 a 38 (dal 12,4 al 10,4% in termini di capitalizzazione). Solo 10 società possono essere definite a proprietà dispersa.

### ... e l'identità degli azionisti di controllo (*ultimate controlling agent*) delle imprese italiane quotate ...

Alle famiglie sono riconducibili il 61% delle società quotate, prevalentemente piccole e operanti nel settore industriale. Anche lo Stato continua ad avere un peso considerevole, controllando 21 società industriali e di servizi, per una capitalizzazione pari a quasi il 35% del mercato. Le società non controllate, invece, sono prevalentemente finanziarie.

### ... a fronte di una maggiore presenza degli investitori istituzionali rilevanti, soprattutto stranieri

Dal 2009 a oggi è cresciuto da 92 a 96 il numero di società in cui è presente almeno un investitore istituzionale rilevante nel capitale. Tale trend è dovuto prevalentemente a soggetti stranieri, presenti a fine 2013 in 62 società (47 nel 2009). Inoltre mostrano un ruolo crescente nel mercato italiano gli investitori istituzionali con una strategia di portafoglio più attiva (in particolare, fondi di *venture capital* e *private equity* e fondi sovrani).

### L'utilizzo di meccanismi di separazione tra proprietà e controllo, in riduzione rispetto al 1998, non mostra modifiche significative nell'ultimo quadriennio

Le imprese appartenenti a gruppi piramidali o alla parte verticale di gruppi misti sono oggi poco meno del 20% del totale delle società quotate (39% circa nel 1998), mentre le imprese che emettono azioni senza diritto di voto sono solo 28, in calo rispetto all'anno precedente (120 nel 1992). Nelle società che ricorrono a strumenti di rafforzamento del controllo, in media i diritti di voto superano i diritti ai flussi di cassa del 19% circa.

### La dimensione degli organi di amministrazione è rimasta

**sostanzialmente invariata negli ultimi anni ...** A fine 2013 gli organi di amministrazione delle società quotate italiane sono composti in media da circa 10 membri, di cui 4,6 indipendenti e 1,7 eletti dalle liste di minoranza. In ogni impresa vi sono in media due amministratori *interlockers*, pari a circa un quinto del *board*. Il fenomeno interessa prevalentemente le società industriali e di maggiori dimensioni.

**... mentre la composizione di genere continua a registrare mutamenti rilevanti, per effetto della Legge 120/2011** Le regole in materia di equilibrio di genere hanno comportato un aumento consistente della rappresentanza femminile. A fine giugno 2014, più del 22% dei posti di consigliere risulta ricoperto da donne (circa 12% a fine 2012), mentre almeno una donna siede nel *board* in 220 imprese (169 a fine 2012). La composizione di genere è più equilibrata nelle società che hanno rinnovato il *board* dopo l'entrata in vigore della Legge 120/2011: in particolare, le donne sono in media 2,5 nelle 138 società che hanno proceduto al primo rinnovo dell'organo di amministrazione, 3,8 nelle sei società che hanno già effettuato il secondo rinnovo e 1,5 nelle 99 imprese per le quali, alla data del 30 giugno 2014, la legge non ha ancora trovato applicazione. Le donne ricoprono principalmente cariche non esecutive: sono amministratori indipendenti nel 64% dei casi, mentre rivestono il ruolo di amministratore delegato solo nel 3% dei casi.

**La crescita della rappresentanza femminile favorisce una maggiore eterogeneità degli organi di amministrazione...**

Le nomine effettuate dopo l'entrata in vigore nell'agosto 2012 della Legge 120/2011 hanno contribuito ad aumentare la *board diversity*. Gli amministratori nominati dopo il 31 dicembre 2012 sono più giovani e istruiti (in particolare, le donne) e sono raramente classificabili come *family*, ossia azionisti di controllo ovvero legati ad essi da rapporti di parentela. Inoltre, le donne neo assunte sono professioniste/consulenti più frequentemente delle altre (circa 36% versus poco più del 17%).

**... che, a sua volta, mostra una certa variabilità a seconda del settore di attività, della tipologia di azionista di controllo e dei legami con l'azionista di controllo**

Nel complesso, a fine 2013 gli amministratori delle società italiane quotate hanno in media 57 anni e sono stranieri solo nel 6% dei casi. Prevalgono i laureati (85% circa) e, tra questi, il 17% circa possiede anche un titolo di studio post-laurea. Le lauree nelle discipline economiche sono le più frequenti (46%), seguite da quelle in giurisprudenza (16% circa) e ingegneria (14% circa). Il profilo professionale più diffuso è quello manageriale (75% dei casi); i professionisti/consulenti rappresentano poco più del 16% mentre gli accademici costituiscono l'8% del totale. Alcune interessanti evidenze emergono classificando gli amministratori in base alla relazione esistente con l'azionista di controllo. A fine 2013, poco più del 16% degli amministratori (pari a 381 su un totale di 2.332) sono classificabili come *family*, ossia risultano essi stessi azionisti di controllo ovvero sono a questi legati da rapporti di parentela. Tra i *non-family*, il peso degli amministratori laureati e di coloro che hanno conseguito un titolo di studio post-laurea supera di 19 punti percentuali il dato per i *family*, raggiungendo l'88%; inoltre, tra i laureati, il 17% ha conseguito un master e/o un dottorato (13% per i *family*). Per quanto riguarda il profilo professionale, risulta prevalente quello manageriale sia tra gli amministratori *family* sia tra i *non-family*. Tuttavia, mentre i primi sono quasi esclusivamente manager,

i secondi sono spesso anche professionisti/consulenti o accademici, in particolare le donne. Le imprese operanti nel settore dei servizi presentano una maggiore percentuale di amministratori stranieri, laureati e in possesso di un titolo di studio post-laurea. Inoltre, come si evince dalla distribuzione delle società per la tipologia dell'azionista di controllo, i *board* degli emittenti controllati da un soggetto avente natura finanziaria mostrano una maggiore eterogeneità, connotandosi per una presenza più rilevante di membri più giovani, stranieri e con un livello di istruzione più elevato, nonché per una maggiore rappresentanza femminile. Le imprese controllate da famiglie e quelle non controllate hanno *board* meno istruiti, mentre donne e stranieri sono meno rappresentati nelle imprese statali. Gli amministratori partecipano in media al 91% delle riunioni del *board*. Il dato sale al 95% nelle imprese controllate dallo Stato. Inoltre, la partecipazione alle riunioni è mediamente superiore per gli amministratori *family* rispetto ai *non-family* (rispettivamente, 93 e 91% circa), prevalentemente per effetto degli uomini, poiché le donne *family* si caratterizzano per un tasso di partecipazione più basso delle *non-family*.

**In materia di remunerazioni, a fine 2012 i cosiddetti golden parachute (ossia le indennità in caso di cessazione anticipata della carica di CEO) sono contemplati espressamente da 55 società e in via facoltativa da 36 società quotate**

Come si evince dalle relazioni sulla remunerazione pubblicate per l'esercizio 2012 dalle società italiane quotate, nella maggior parte dei casi, il CEO è anche direttore generale (23 società) o è comunque legato alla società da un rapporto di lavoro dipendente (10 società). Tra le società che hanno previsto, anche in via facoltativa, un'indennità in favore del proprio amministratore delegato nel 50% circa dei casi la maturazione del diritto è legata al presupposto della giusta causa di scioglimento del rapporto. Nel 46% delle società che hanno previsto l'attribuzione o la facoltà di attribuire l'indennità, inoltre, la misura del trattamento di fine rapporto è definita in termini di un multiplo della retribuzione annuale o mensile dell'amministratore cessato. L'indennità è invece stabilita in valore assoluto o forfettario in circa il 9% delle società; in altri casi, la misura del trattamento prende a riferimento i compensi spettanti fino al termine del mandato o di un'eventuale durata minima dell'incarico.

**Le società più grandi, operanti nel settore dei servizi, a proprietà dispersa o controllate dallo Stato si caratterizzano per una maggiore presenza di golden parachute ...** Circa il 57% delle società appartenenti all'indice Ftse Mib ha previsto ex ante accordi di *severance*. La previsione (anche in via discrezionale) è più rara nelle società controllate di diritto (circa 31%) e a controllo familiare (28%) e più frequente nelle società a proprietà dispersa (circa 67%) e dove il controllo è esercitato dallo Stato (68%).

**... previsti soprattutto a favore di CEO più istruiti e che non hanno rapporti di parentela con gli azionisti di controllo**

La previsione di accordi di *severance* è inoltre legata ad alcune caratteristiche degli amministratori. Distinguendo i manager in funzione degli eventuali rapporti di parentela con l'azionista di controllo, emerge che la previsione di trattamenti di fine mandato è frequente per manager *non-family* (33%) e molto rara tra gli altri (3,8%). Tali accordi sono altresì più frequenti per gli amministratori laureati e in possesso di un titolo di studio

post-laurea.

**Nell'ultimo triennio, gli investitori istituzionali, soprattutto esteri, hanno accresciuto la partecipazione alle assemblee delle società a medio-alta capitalizzazione ...** In particolare, nelle assemblee delle società del Ftse Mib e Mid Cap tenutesi nel 2014 la presenza degli investitori istituzionali è passata in media al 19% del capitale dal 15% nel 2013. Tale aumento è riconducibile prevalentemente agli investitori istituzionali esteri, il cui peso ha raggiunto il 18% del capitale, mentre la partecipazione degli istituzionali italiani rimane stabile attorno all'1%. Le società del settore finanziario e dei servizi hanno registrato la più alta partecipazione degli investitori istituzionali, in media pari a circa un quinto dell'assemblea. In particolare, gli investitori istituzionali italiani sono maggiormente presenti nelle assemblee delle società di servizi (1,3 % del capitale contro 0,9 % negli altri settori).

**... mentre emergono evoluzioni differenti dell'intensità di espressione della voce con riferimento alle politiche retributive (say-on-pay) a seconda delle dimensioni delle società ...** In particolare, in linea con il biennio 2012-2013, gli investitori istituzionali hanno espresso dissenso sulle politiche sulla remunerazione delle società a medio-alta capitalizzazione per circa il 30% delle azioni complessivamente detenute. Il dissenso si è concentrato nelle società dell'indice Ftse Mid Cap, per le quali l'incidenza dei voti contrari espressi sia della generalità dei soci sia dai soli investitori istituzionali è raddoppiata rispetto agli anni 2012-2013. In tali società, inoltre, gli investitori istituzionali hanno espresso voto contrario sulle politiche sulla remunerazione per oltre un terzo delle azioni detenute (34% circa); lo stesso dato era pari a circa il 26% nel 2013. Le politiche retributive delle società appartenenti all'indice Ftse Mib hanno ricevuto minore dissenso rispetto agli anni precedenti da parte degli investitori istituzionali, i quali hanno espresso voto contrario per il 27% delle proprie azioni, dato in riduzione rispetto al 32% circa del 2013 e al 37% del 2012.

**... del settore di attività ...** Il dissenso è più elevato tra le società operanti nel settore dei servizi, dove in media il 13% circa dell'assemblea ha votato contro la politica retributiva proposta. Il dato relativo al voto dei soli investitori istituzionali evidenzia, tuttavia, che il dissenso si è concentrato nelle società industriali, mentre è stato considerevolmente inferiore nelle società finanziarie.

**... e della presenza nel board di amministratori indipendenti e di minoranza** Il voto degli investitori istituzionali sembra premiare le politiche di società in cui il board è in maggioranza indipendente e vede la partecipazione di minoranze. Tali investitori, infatti, hanno espresso per oltre un terzo delle proprie azioni voto contrario nelle società in cui la maggioranza dell'organo amministrativo non è indipendente e nessun componente è stato designato dalle minoranze.

---

## ESMA: regole per MiFID II e MIFIR

20/12/2014 11:40

L'ESMA ha pubblicato nuove regole e aperto una consultazione nell'ambito dell'applicazione di MiFID II e MIFIR. L'obiettivo è

garantire che i mercati secondari siano sicuri e trasparenti.

Comunicato stampa Nuove regole Consultazione

---

## ESMA: consultazione sull'implementazione di CSDR

20/12/2014 11:36

L'ESMA ha aperto una consultazione su standard tecnici, consigli tecnici e linee guida del Central Securities Depositories Regulation (CSDR). Si tratta della seconda consultazione tecnica su CSDR, dopo il lancio a marzo 2014.

Comunicato stampa Standard tecnici Consigli tecnici Linee guida

---

## EBA: pubblicate linee guida sulle risoluzioni

19/12/2014 18:25

L'EBA ha pubblicato in data odierna le linee guida sull'organizzazione delle risoluzioni e sulle modalità per rimuovere gli ostacoli alla risolvibilità. Si prevedono otto categorie di informazioni da fornire in un piano di risoluzione.

Comunicato stampa Linee guida RTS

---

## EBA: approvati standard per l'approvazione dei modelli interni

19/12/2014 18:17

Sono stati approvati gli Implementing Technical Standards (ITS) per l'approvazione dei modelli interni bancari.

Comunicato stampa Documento ufficiale

---

## Consultazione sugli standard di capitale per le assicurazioni

19/12/2014 18:13

L'IAIS ha aperto una consultazione sugli standard di capitale per le imprese assicurative. Sono previste oltre 160 domande a cui è possibile dare una risposta. Le risposte dovranno pervenire entro il 16 febbraio 2015.

Comunicato stampa

---

## FSB: cooperazione nel settore finanziario

19/12/2014 18:05

Sono state aggiornate le informazioni circa il rispetto degli standard regolatori e lo scambio di informazioni tra le giurisdizioni sotto osservazione (tra cui 6 neo-partecipanti allo studio).

Documento ufficiale

---

## FSB: funzioni fondamentali delle G-SIIs

19/12/2014 08:48

Sono state pubblicate le risposte alla consultazione su funzioni e servizi critici degli assicuratori di importanza sistemica.

Risposte pubbliche

---

## UK: pubblicati i risultati degli stress test

18/12/2014 10:01

La Banca d'Inghilterra ha pubblicato i risultati degli stress test: essi hanno valutato le 8 maggiori società inglesi, tra cui Barclays, HSBC, RBS. Ai dati del 2014, solo una banca aveva bisogno di rafforzare la propria posizione patrimoniale.

Comunicato stampa Risultati dello stress test

---

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Michele Bonollo,

Concetta Brescia Morra, Stefano Corsaro,

Daniele Marazzina, Giulia Mele, Carlo Milani,

Roberto Ottolini, Enrico Ubaldi, Giulia Zanchi, Silvia Dell'Acqua.

© 2014 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

---

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskAlert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---