



*Convegni di studio di Adolfo Beria di Argentineo
su problemi attuali di diritto e procedura civile
della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale*

XXVIII Convegno di studio su
**UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE
E CONCORRENZA TRA STATI**
Courmayeur, 19-20 settembre 2014
Complesso congressuale e cinematografico
Piazzale Monte Bianco

Il voto plurimo: i sistemi europei

MARCO SAVERIO SPOLIDORO
ordinario di diritto commerciale nell'Università Cattolica di Milano



FONDAZIONE CRT

MARCO SAVERIO SPOLIDORO

Il voto plurimo: i sistemi europei

SOMMARIO: 1. Il principio d'unazione, un votoö in Europa. 2. Carattere dispositivo o suppletivo del principio d'unazione, un votoö. 3. Esempi storici e comparatistici in cui il principio d'unazione, un votoö non è la norma dispositiva o suppletiva. 4. Il principio d'unazione, un votoö non è imposto dalla ònatura delle coseö, in particolare dal preteso principio òrischio-potereö. 5. Prevalenza e limiti dell'òautonomia privata riguardo al principio d'unazione, un votoö. 6. Tipologia (astratta) delle deroghe al principio d'unazione, un votoö. 7. Azioni prive del diritto di voto. 8. Azioni e voto limitato. 9. Azioni a voto condizionato. 10. Limiti all'òemissione di azioni prive di diritto di voto, a voto limitato o a voto condizionato. 11. Azioni a voto plurimo. 12. Limiti all'òemissione di azioni a voto plurimo. 13. Regola di òneutralizzazioneö. 14. Voto per scaglioni. 15. Azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo. 16. Ammissione all'òintervento e al voto in assemblea di non azionisti. 17. Conclusioni.

1. Il titolo della mia relazione richiederebbe forse una descrizione sistematica di numerosi ordinamenti stranieri: compito non facile e comunque già svolto da altri, su sollecitazione della Commissione Europea, nel 2007¹. I risultati di questo studio sono reperibili senza difficoltà e sono sostanzialmente validi anche oggi. Esistono anche altre fonti alle quali è possibile rivolgersi molto agevolmente per avere il quadro della situazione in Europa e in altri Stati extraeuropei, fra cui alcuni studi di autori italiani, molto accurati e completi.

Ho pertanto dato alla mia relazione un'òimpostazione particolare, forse meno fedele al titolo, ma giustificata dalle circostanze. Cercherò insomma di esaminare sistematicamente e criticamente le deroghe al principio d'unazione, un votoö attraverso le lenti del diritto comparato e della storia, mettendo in luce essenzialmente tre dimensioni: quella strutturale, quella economica e, soprattutto, quella funzionale. Per fare questo occorre però una delimitazione per quanto possibile esatta e razionale del campo dell'òindagine.

Riguardo al funzionamento dell'òassemblea generale² delle società per azioni, in quasi tutta l'òEuropa³ vale - come norma dispositiva o suppletiva⁴ - il principio d'unazione, un votoö⁵.

¹ Cfr. *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (2007), studio commissionato dalla Commissione all'òInstitutional Investor Service (ISS), all'òEuropean Corporate Governance Institute (ECGI) e a Shearman & Sterling LLP. Sul tema S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio d'unazione, un votoö e le azioni a voto multiplo*, Quaderno Consob, pubblicato anche in *Riv. soc.*, 2014, 479 e ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'òattribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva di diritto comparato*, in *RDS*, 2012, 231 e ss. (al quale devo la cortesia di avermi inviato l'òestratto del suo articolo *The rise of Long-Term Minority Shareholders rights in Publicly Held Corporations and Its Effect on Corporate Governance*, in *EBOR* 12 (2011), 587 ss.); sono grato al Dott. Emidio Tedeschini che mi ha generosamente inviato materiali, soprattutto relativi agli ordinamenti scandinavi, e assistito nella redazione.

² Assemblea ògeneraleö è quella che si contrappone all'òassemblea òspecialeö, di una sola categoria di azioni.

³ L'òeccezione è la Francia, dove il principio d'unazione, un votoö non è più la norma dispositiva valida per le società quotate: per queste ultime, infatti, la norma dispositiva (derogabile dallo statuto) è diventata quella per cui alle azioni che sono state detenute dallo stesso azionista per due anni consecutivi spetta un doppio voto.

⁴ Cioè come norma applicabile in mancanza di diversa disposizione statutaria.

⁵ In tema G. FERRARINI, *òUnazione, un votoö: un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.; G. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011.

Secondo la definizione più diffusa, il principio "un'azione, un voto" è la sintesi di sei semplici enunciati:

- I. tutte le azioni hanno diritto almeno a un voto;
- II. ogni azione ha un voto in tutte le assemblee;
- III. l'attribuzione e l'esercizio del diritto di voto non sono subordinati a condizioni;
- IV. nessuna azione ha più di un voto;
- V. il voto di chi ha più azioni vale tanti voti quante sono le azioni possedute per cui interviene all'assemblea;
- VI. solo chi è legittimato dal possesso qualificato di azioni può intervenire all'assemblea e può votare.

Si potrebbe dire che i primi quattro enunciati riguardano le azioni, o meglio ancora quali sono le prerogative delle azioni rispetto alla partecipazione all'assemblea, mentre il quinto il sesto riguardano gli azionisti, vale a dire chi può partecipare all'assemblea e quanti voti può esprimere chi sia nella posizione legittimante riguardo alla partecipazione all'assemblea.

Questi sei enunciati riguardano due problemi fondamentali che si pongono quando si debba regolare un organo sociale di tipo assembleare: chi può partecipare all'assemblea e come si contano i voti.

Il principio "un'azione, un voto" potrebbe perciò essere formulato rigorosamente in questi termini:

- I. il titolo che legittima la partecipazione all'assemblea dei soci, qualunque ne sia l'ordine del giorno, è il possesso qualificato di almeno un'azione: vale a dire che occorre che il partecipante abbia, rispetto anche ad una sola azione, una posizione giuridica, risultante alla società secondo certe procedure o regole formali, che lo abiliti all'intervento e al voto;
- II. chi interviene e vota in assemblea dispone di tanti voti quante sono le azioni e i titoli per i quali è legittimato a votare.

Tuttavia, per amore dell'opinione comune e per la semplice considerazione che essa non comporta di fatto particolari inconvenienti, qui di seguito si adotterà come filo conduttore la formulazione più espansa del principio "un'azione, un voto".

2. Una caratteristica tipica delle norme dispositive o suppletive è che esse pongono regole che potrebbero essere adottate dall'autonomia privata anche se il legislatore non le avesse dettate o se ne avesse dettate altre diverse. Il principio "un'azione, un voto" è valido senza alcun limite in tutti i Paesi d'Europa. Nessun ordinamento infatti ne vieta, ne condiziona o ne limita l'applicazione.

Per chiarezza, si deve sottolineare che non è una contraddizione del principio "un'azione, un voto" la norma che, in relazione a una particolare situazione dell'azionista, lo esclude dall'intervento e/o dal voto in assemblea, come per esempio accade nel caso della mora nei versamenti dovuti sulle azioni non interamente liberate o nel caso del conflitto di interessi. In questi casi, infatti, le azioni per le quali il socio (o comunque la persona legittimata) non può votare hanno comunque il diritto di voto. Una norma come quella dell'ultimo comma dell'art. 2344 c.c., che impedisce al socio in mora per i versamenti sulle azioni non liberate, si pone a monte del principio "un'azione, un voto", perché la legittimazione all'intervento e al voto spetta non a tutti coloro che hanno un diritto reale sull'azione, ma solo a chi si trova rispetto ad essa in una posizione

qualificata, riconosciuta dalla società e che la società deve riconoscere nelle circostanze previste dalla legge. Il socio in mora nei versamenti dovuti è in una posizione che lo squalifica. Lo stesso vale per i casi in cui il socio ha il dovere di non votare e per il calcolo dei *quorum* nei casi in cui il diritto di voto sia sospeso o non spetta. In tutti queste ipotesi, infatti, le sei asserzioni che costituiscono l'essenza del principio "un'azione, un voto" restano valide.

In Belgio e in Olanda è permessa la circolazione di azioni aventi diversi valori nominali, alle quali spettano un voto per ciascuna. Questa evenienza, se le azioni votano in proporzione del loro valore nominale (come in Belgio) non contraddice il principio "un'azione, un voto", ma il diverso principio di correlazione fra rischio e potere, che, come vedremo subito, alcuni autori pongono a fondamento del primo⁶. Se invece le azioni possono avere lo stesso numero di voti pur avendo valori nominali diversi, pare evidente che si è di fronte in realtà ad una disparità fra le azioni nel diritto di voto (e così è in Olanda, dove il voto multiplo si può attribuire attraverso il meccanismo appena descritto).

3. Le norme dispositive e suppletive hanno una funzione fondamentale, che consiste nel dettare una norma applicabile nei casi in cui l'autonomia privata non si sia manifestata efficacemente, assicurando il completamento di una regola che altrimenti sarebbe incompleta. Accanto a questa funzione, tali norme possono anche avere quella, che si può dire "esemplare", di dettare una disciplina che il legislatore ritiene particolarmente opportuna in vista di determinati scopi e che viene per questo assunta come "esempio" o "modello virtuoso", ma che il legislatore stesso non ritiene utile imporre, sul presupposto che possano esistere interessi meritevoli di tutela che troverebbero soddisfazione solo in base a una regola diversa.

Le norme dispositive e suppletive sono dunque funzione di quel che il legislatore ritiene una soddisfacente disciplina della materia, cioè una disciplina adeguata agli scopi politici (in senso lato) del legislatore medesimo: ma solo in base a una valutazione di massima. Occorre infatti guardarsi dal pericolo di scambiare le norme dispositive e suppletive per la disciplina "normale" di un determinato rapporto o più particolarmente per la forma "naturale" di una specifica organizzazione, dalla quale non si può deviare o si può deviare solo in casi eccezionali. Non vi è alcuna necessità logica o preminenza naturale del principio "un'azione, un voto" su altri possibili principi concorrenti.

Per esempio, il principio "un'azione, un voto" non era la norma dispositiva o suppletiva sul funzionamento dell'assemblea nel codice di commercio italiano del 1882, che prevedeva come regola di *default* quella del voto per scaglioni. Non lo è oggi in Francia, per le società quotate, per le quali la regola dispositiva è quella dell'attribuzione di un voto doppio per le azioni che sono state possedute dall'azionista per il periodo previsto dalla legge.

La storia e il diritto comparato dimostrano dunque che l'opzione per il principio "un'azione, un voto" è frutto di una decisione politica: non si può escludere che nel futuro il legislatore torni alla regola del codice di commercio italiano del 1882, o stabilisca, per fare un esempio, che la norma dispositiva sia quella del voto per teste. L'ampiezza della diffusione del principio "un'azione, un voto" e la sua progressiva affermazione in tutta l'Europa ne testimonia peraltro almeno la superiorità pratica nelle moderne economie capitalistico-finanziarie.

⁶ Sul principio "rischio-potere" cfr. di recente M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impr.*, 2014, 221; E. BARCELLONA, *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, 2012.

4. Non vi è comunque alcuna necessità di giustificare il principio "un voto, un voto", un voto facendo appello a un principio ancor più generale, che nella dottrina italiana va sotto il nome di "correlazione fra rischio e potere", dal quale esso discenderebbe.

Secondo il principio "rischio-potere", il legislatore partirebbe dalla constatazione di fatto secondo la quale chi più rischia in termini economici ha i maggiori incentivi ad utilizzare in modo oculato il suo potere di influenza. Se l'obiettivo è, per tutte le società, quello di favorire la sana e prudente gestione, cioè scelte decisionali ponderate, caute e lungimiranti, allora è almeno così si sostiene - occorre riconoscere maggior potere a chi rischia di più: il che si tradurrebbe appunto nel principio "un voto, un voto", un voto.

Questo ragionamento non ha tuttavia alcuna base scientifica. A prescindere dalle numerose deroghe, anche legislative, che si possono individuare, non vi è alcuna garanzia che chi rischia di più sia più cauto, più assennato e lungimirante di chi rischia di meno. Mancano indagini empiriche che lo dimostrino e, anche se vi fossero indagini empiriche, esse probabilmente non sarebbero comunque significative. Inoltre l'applicazione del principio "un voto, un voto" non garantisce che prevalga il punto di vista di chi è più incentivato a un comportamento responsabile perché rischia di più a una perdita economica: se in una società un socio ha il dieci per cento del capitale (assumendo che il capitale possa sempre misurare il rischio) e tutti gli altri soci abbiano percentuali di partecipazione inferiori, il principio "un voto, un voto" potrebbe far prevalere la coalizione di chi rischia di meno su chi rischia individualmente di più. Infine i processi decisionali non sono solo condizionati dall'interesse economico, specie nelle società "chiuse" (che in Italia sono la larga maggioranza delle società per azioni), nelle quali sono presenti dinamiche fondate su rapporti familiari o su capacità di leadership di soci che non sempre sono quelli che hanno investito di più.

Insomma, si può dire che l'applicazione del principio "un voto, un voto" può in molti casi portare alla decisione più cauta e ponderata, ma non vi sono garanzie che lo faccia; e che giustamente il legislatore non lo ha imposto, in alcun paese d'Europa, dando a esso il ruolo di norma imperativa, bensì a quello di norma dispositiva o suppletiva. D'altra parte, non occorrono motivazioni particolari per giustificare una deroga al principio "un voto, un voto", o almeno nessun ordinamento a me noto prevede espressamente una simile necessità.

5. Il principio "un voto, un voto", come già detto, è valido ovunque come norma dispositiva o suppletiva. In buona sostanza ciò significa che il legislatore non lo impone in modo assoluto e che esso non è manifestazione di un principio di rango superiore, che ne giustifica la necessità logica o naturale.

Vi è tuttavia "normativamente" un altro principio, al quale il principio "un voto, un voto" è comunque subordinato. Tale principio sovraordinato è in tutta l'Europa quello dell'autonomia privata che, in materia di società, si manifesta in due modi: quello dell'autonomia statutaria e quello dell'autonomia contrattuale, al secondo dei quali debbono essere ascritti in primo luogo i patti parasociali, ma anche diverse strutture, come i gruppi piramidali e altre, che possono incidere sul funzionamento dell'assemblea.

La differenza tra i due modi di manifestarsi dell'autonomia privata non è solo descrittiva. L'autonomia statutaria si esercita dettando regole che contraddicono in tutto o in parte tutti gli enunciati che costituiscono il principio "un voto, un voto" o alcuni di essi, sostituendoli con una diversa regola. Invece, quando si tratti di patti parasociali o di altre forme di manifestazione di semplice autonomia privata (non statutaria), la disciplina legale o dello statuto non viene formalmente modificata, ma si accompagnano ad essa ulteriori discipline, convenzionali o comunque originate da atti privati, che incidono sull'esito o sul funzionamento dell'organo assembleare, alterando o potenziando i risultati dell'applicazione delle norme legali e/o statutarie. Poiché la disciplina legale è in linea di

principio dispositiva e suppletiva, ma non imperativa, le convenzioni di cui stiamo parlando di per sé non danno luogo a frode alla legge. La frode alla legge è infatti un fenomeno giuridicamente rilevante (e sanzionato) solo quando ad essere elusa è una norma imperativa (art. 1344 c.c.).

Norme imperative sono quelle che invece limitano l'autonomia statutaria (e infatti, come subito si dirà, l'autonomia statutaria non è assoluta); e quasi sempre sono imperative le norme che disciplinano in un modo particolare le conseguenze dell'aver esercitato in un determinato modo l'autonomia, statutaria e non, e le disposizioni che regolano l'autonomia privata che si esercita tramite pattuizioni parasociali o nelle altre forme alle quali si è fatto cenno. L'elusione di queste norme, ovviamente se ne ricorrono i presupposti, costituisce una frode alla legge o un abuso di diritto, con tutte le conseguenze del caso.

Le deroghe al principio di azione, un voto possono in teoria risolversi in un incremento dei poteri sia della minoranza, come avviene quando si prevedono meccanismi di voto a scaglioni e si accordano poteri di veto agli azionisti che raccolgano una certa aliquota dei voti, oppure in un incremento dei poteri dei soci di controllo: con riferimento agli uni e agli altri, si usa parlare di *Control Enhancing Mechanisms* (CEMs), anche se tale espressione appare più appropriata per le deroghe che rafforzano i poteri dei soci di controllo.

I CEMs sono infatti di diversi tipi⁷, raggruppati normalmente per funzione: la letteratura più affidabile distingue i «*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*» dai «*mechanisms used to lock-in control*», la cui differenza dai primi si coglie agevolmente se si riflette sul fatto che un conto è rafforzare il potere di controllo e un altro conto è bloccare la costituzione o il trasferimento di una posizione di controllo. Chi utilizza questa classificazione, aggiunge poi una terza classe di CEMs, in verità una classe-ripostiglio, per collocarvi figure ambigue o speciali, che non sono del tutto omogenee alle fattispecie collocate nelle classi precedenti. Ovviamente, basta questa osservazione per capire che queste classificazioni hanno un valore solo empirico: perciò non bisogna prendere le classi alle quali si è fatto riferimento come realtà scientifiche, ontologiche e tanto meno metafisiche.

La realtà comune ai CEMs, anche ai CEMs «*used to lock-in control*», è che costituiscono strumenti per stabilizzare lo *status quo*, favorendone la perpetuazione. In buona sostanza, i CEMs favoriscono la permanenza del controllo societario là dove esso si trova: e in questo si può capire come mai l'espressione CEMs sia usata per tutte le fattispecie, pur essendo a rigore appropriata soltanto per i «*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*».

Che il rafforzamento della posizione dei soci di controllo possa essere un bene, viene dimostrato sulla base di una serie di argomenti, dai quali emerge, molto sinteticamente, che la stabile presenza di un socio (o di un nucleo di soci) interessati alla gestione della società può attenuare gli inconvenienti della separazione tra *management* e proprietà delle azioni, limitando il rischio di comportamenti opportunistici del *management*, e favorendo il punto

⁷ Per il concetto di CEMs si fa qui riferimento alla nozione utilizzata per esempio dal *Report on the Proportionality Principle in the European Union* (nt. 1). Secondo questo documento si possono distinguere CEMs (in modo empirico, come si vede al primo sguardo, ed espressamente senza pretese di completezza) in tre classi: i «*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*», i «*mechanisms used to lock-in control*» e gli «*other mechanisms*». Alla prima classe appartengono le seguenti fattispecie: *multiple voting rights shares* (che comprendono sia le azioni a voto plurimo, sia quelle di fedeltà a voto doppio o plurimo), le *non-voting shares (without preference)*, le *non-voting preference shares*, le *pyramid structures*; alla seconda classe appartengono le *priority shares* (azioni che attribuiscono a singoli azionisti privati poteri speciali di veto o di proposta o di decisione), i *depository certificates*, i *voting rights ceilings* (che comprendono le clausole di voto per teste), gli *ownership ceilings*, le *supermajority provisions*; appartengono all'ultima classe le accomandite per azioni, le *golden shares* (che riservano ad autorità pubbliche diritti speciali), le partecipazioni reciproche e i patti parasociali.

di vista degli azionisti più sensibili alle prospettive di lungo termine della società. Queste considerazioni non hanno evidentemente valore assoluto e in particolare non valgono per le società in cui il socio di controllo è anche il *manager* o in cui il *management* si trova in rapporto subordinato (in senso lato) rispetto al socio di controllo. In molti ambienti, da qualche tempo, si è diffusa la preoccupazione per gli effetti negativi delle strategie d'investimento a breve termine degli azionisti e degli speculatori, che sono sempre esistiti, ma oggi hanno più peso di un tempo. Questa preoccupazione ha suggerito l'introduzione di una nuova generazione di CEMs, consistente nell'attribuzione di poteri speciali di voto alle azioni detenute dagli azionisti che abbiano dimostrato fedeltà alla società mantenendole in portafoglio per un certo tempo (c.d. *loyalty shares*). Occorre osservare che normalmente il socio più fedele è il socio di controllo e che dunque le azioni a voto doppio molte volte favoriscono il socio di controllo. Inoltre il comportamento passato non sempre costituisce garanzia del comportamento futuro e l'azionista in passato fedele può facilmente mutare le sue strategie e diventare un convinto adepto dello *short termism*. Su tutto ciò, compatibilmente con i limiti della relazione, si tornerà più avanti.

Per non allargare eccessivamente la trattazione, ora in poi saranno lasciate da parte le questioni relative a patti parasociali, ai gruppi piramidali e ad altri meccanismi che rientrano nel concetto di CEMs ma che non sono strettamente legati al principio d'azione, un voto in quanto principio regolatore come le *priority shares* o le *golden shares* e l'attenzione sarà riservata all'autonomia statutaria. Le ragioni di questa limitazione, oltre ad essere di carattere pratico, sono costituite anche dalla convinzione di chi scrive che non sia possibile regolare compiutamente questi aspetti, senza negare la libertà dell'autonomia privata e senza incontrare un sostanziale scacco.

6. Rispetto al principio d'azione, un voto, le deroghe possibili in base al principio dell'autonomia statutaria possono riguardare in astratto:

- I. la facoltà di creazione di categorie di azioni prive del diritto di voto;
- II. la facoltà di creazione di categorie di azioni che non votano in tutte le assemblee;
- III. la facoltà di creazione di categorie di azioni che votano solo in particolari circostanze, diverse dall'oggetto della deliberazione sottoposta al voto assembleare;
- IV. la facoltà di creazione di categorie di azioni che esprimono più di un voto (azioni a voto multiplo);
- V. la facoltà di introduzione nello statuto di clausole che alterino il conteggio dei voti espressi da un singolo legittimato in occasione di un'assemblea alla quale sia intervenuto;
- VI. la facoltà di introdurre *loyalty shares* a voto rafforzato, vale a dire di introdurre meccanismi di alterazione del calcolo dei voti che premiano il possesso prolungato di azioni;
- VII. la possibilità di attribuire diritti di voto in assemblea a possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni o anche a soggetti che non hanno né azioni né altri strumenti finanziari diversi dalle azioni.

Non vanno incluse in questa lista le ipotesi in cui lo statuto, per esempio prevedendo una *golden share* o diritti *ad personam*, oppure un patto organizzativo, come per esempio un *Beherrschungsvertrag* del diritto tedesco, riservino poteri che normalmente sarebbero assembleari a soggetti particolari, che possono esercitare il loro potere a prescindere dall'intervento o dal voto in assemblea. Infatti, la deroga non riguarda in tal caso il

funzionamento dell'assemblea, ma le competenze dell'assemblea a deliberare su determinati oggetti o materie: siamo dunque su un piano ben diverso.

In concreto, tuttavia, non tutti i legislatori lasciano all'autonomia statutaria piena libertà nella disciplina del funzionamento dell'assemblea. Solo l'Inghilterra e l'Irlanda sembrano permettere l'adozione di quasi tutti CEMs, ma la prassi è improntata a cautela e parsimonia nell'utilizzare gli spazi di autonomia lasciati dalla legge.

In genere, invece, i legislatori sembrano aver presente la necessità di combattere gli eccessi: eccessi nell'utilizzo dei «*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*», ma anche dei meccanismi che mortificano, ostacolano o impediscono a chi detiene la maggioranza del capitale della società (o come si dice ora, dei *cash flow rights*) di esercitare il controllo sulla società. I modi di evitare questi eccessi sono molto diversi in Europa, perché le regole riflettono storie e culture diverse. L'Italia, che fino ad ora si era ispirata (con qualche differenza) al modello tedesco, sembra adottare un atteggiamento diverso e prendere a prestito, anche qui con molte differenze nei dettagli, elementi tratti dal diritto francese, olandese e svedese. Per questo «sincretismo» di regole, il diritto italiano potrebbe somigliare all'ordinamento inglese (che, come già detto, è il più permissivo), ma in realtà la nostra legge presenta caratteri originali: come vedremo questi ultimi, purtroppo, richiamano alla mente il vestito di Arlecchino.

Per rendersene conto, occorre aver la pazienza di passare in rassegna ordinatamente le deroghe al principio «una azione, un voto» negli ordinamenti sui quali è stato possibile raccogliere informazioni affidabili. Nel farlo, come già accennato, si dovrebbero distinguere i veri e propri limiti all'autonomia statutaria dalle norme che disciplinano, normalmente con disposizioni imperative, le conseguenze dell'aver esercitato l'autonomia statutaria in un determinato modo. Tuttavia, per ragioni di semplicità espositiva, l'esame può essere condotto congiuntamente ed è anzi opportuno, per rendere meno tediosa la trattazione comparatistica, procedere esaminando in successione, ma congiuntamente tra loro, sia le deroghe al principio «una azione, un voto» sia la relativa disciplina.

7. L'emissione di azioni prive del diritto di voto era vietata dal codice di commercio italiano del 1882. Nei Paesi nordici, in particolare in Svezia e Danimarca, vige la stessa regola, e anzi il divieto riguarda anche le azioni le cui limitazioni di voto siano compensate da privilegi patrimoniali (come nel modello italiano delle azioni a voto limitato prima della riforma del 2003)⁸. Evidentemente, i legislatori che dettano questa regola imperativa ritengono inammissibile che chi abbia fatto un investimento, anche per un importo minimo, in una società per azioni, possa essere privo del diritto di intervenire e di esprimere almeno un voto in assemblea. Tale regola imperativa non può tuttavia essere fondata su argomentazioni di tipo economico o pratico, perché l'investimento corrispondente alla sottoscrizione di una sola azione il cui valore nominale o comunque il prezzo sia basso o infimo, specie nelle società che emettono moltissime azioni, non assicura in alcun modo che chi la detenga abbia un genuino interesse alla società, alla sua crescita, alla sua capacità di creare e conservare valore nel breve, nel medio o nel lungo termine. Anzi, l'esperienza pratica insegna che molto spesso, nelle società quotate, chi investe in una o poche azioni o cerca di speculare o è un disturbatore di assemblee.

Per altro verso, non si può sostenere che il diritto di voto deve essere accordato a tutte le azioni per evitare che chi compri azioni prive del diritto di voto riceva azioni che valgono meno delle altre. Se infatti è priva del diritto di voto una categoria di azioni, il prezzo di mercato di quella categoria di azioni incorpora la mancanza del diritto di voto (anche se, per compensare la privazione del diritto di votare, si accordino privilegi patrimoniali alle azioni appartenenti a tale categoria). Anche per le società le cui azioni

⁸ Report (nt. 1), 15.

non hanno un vero e proprio prezzo di mercato, non si vede perché la legge debba tutelare i soci contro la possibilità di sottoscrivere o acquistare azioni prive del diritto di voto: basta infatti che i sottoscrittori e gli acquirenti sappiano quello che fanno e che siano informati in modo adeguato.

Il divieto di emettere azioni prive del diritto di voto non era tuttavia un principio di ordine pubblico economico neppure nel codice di commercio italiano del 1882, e non lo è in Svezia o negli altri Stati, scandinavi e no, dove è dettata una regola identica. Infatti il legislatore italiano del 1882 non vietava l'emissione di azioni a voto plurimo, al pari dei legislatori svedese, danese, finlandese, norvegese e islandese (vedi *infra*): se il voto di ogni singola azione non può essere soppresso, poteva e può di fatto essere diluito, oltre ad essere di per sé marginale⁹. Se il legislatore pensasse di dover valorizzare i voti degli azionisti minimi per una ragione di ordine pubblico, sarebbe invece contraddittorio permetterne la diluizione: dunque la norma non è ordine pubblico.

Se nessuna delle spiegazioni precedenti è appagante, perché allora nel 1882 fu vietata l'emissione di azioni prive di diritti di voto? È più che probabile che il legislatore del 1882 abbia stabilito che non fosse possibile emettere azioni senza il diritto di voto sulla base di una concezione *a priori* della partecipazione sociale, dell'azione e della qualità di socio dell'azionista, alla quale si è forse aggiunta una generica preferenza per un ordinamento democratico della società per azioni, come pare testimoniato anche dalla storia di altri ordinamenti europei¹⁰. In ogni caso, l'atteggiamento più democratico del legislatore del 1882 (quanto meno rispetto al legislatore italiano attuale) è confermato anche dalla considerazione che il legislatore del 1882 poneva come regola dispositiva quella del voto a scaglioni, che riduce il peso dei soci che detengono quote significative del capitale e disincentiva investimenti diretti alla conquista di un incontrastato predominio assembleare.).

Le azioni prive *a priori* del diritto di voto sono entrate a far parte del diritto italiano con la c.d. miniriforma delle società per azioni del 1974, che ne permise l'emissione alle sole società con azioni ordinarie quotate e le denominò "azioni di risparmio", sottoponendole una serie di norme imperative particolari, in parte modellate sulla disciplina delle obbligazioni. Queste azioni sono state conservate nel 2003, accanto alle azioni prive di voto in senso lato e sono caratteristiche del diritto italiano. Le azioni di risparmio, almeno per il nome, sembrano in effetti essere l'applicazione del principio (di dubbia consistenza, ma certamente significativo di un atteggiamento culturale tipico del legislatore italiano) per il quale gli azionisti si differenzierebbero in due classi ontologicamente diverse, i "cassettisti risparmiatori" e gli "imprenditori" e che sia dunque necessario o comunque opportuno riservare alla prima classe di azionisti un titolo ad essa adeguato. In ordinamenti europei (Germania e Regno Unito, in particolare) sono note le azioni privilegiate del tutto prive del diritto di voto, ma non è prevista una denominazione che faccia riferimento alla loro specifica destinazione ai cassettisti, né si impone una disciplina particolare dell'organizzazione della categoria.

Sia come sia, dal punto di vista che qui interessa le azioni risparmio possono essere ritenute la stessa cosa delle azioni prive di diritto di voto e oggi il codice civile italiano, come i diritti di Finlandia, Francia, Irlanda e Regno Unito, permette l'emissione di azioni senza il diritto di voto. Le azioni senza diritto di voto non sono invece ammesse dagli

⁹ Sul tema si deve leggere la splendida nota di A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, 758 ss. (a commento di App. Milano, 11 agosto 1925), con ricchissima informazione storica, pratica e comparatistica. Emerge che sul punto il diritto italiano, francese, tedesco, belga e svizzero, che poi presero strade diverse, erano assai prossimi ai diritti olandese e svedese, che sono restati dov'erano. La posizione del Regno Unito e degli Stati Uniti d'America fa storia a sé: il liberalismo del legislatore non corrispondeva e non corrisponde ancor oggi a un ampio utilizzo delle facoltà concesse con tanta generosità.

¹⁰ Su cui v. G. LA SALA (nt. 5), 3 ss.

ordinamenti tedesco, danese, estone, greco, ungherese, lussemburghese, polacco, svedese e spagnolo. In molti ordinamenti europei, tuttavia, l'emissione di azioni prive del diritto di voto o con limitazioni importanti del diritto di voto è permessa a condizione che le azioni in questione siano compensate da privilegi patrimoniali: in particolare si possono citare i casi del Belgio, dei Paesi Bassi, della Germania, dell'Estonia, della Grecia, dell'Ungheria, del Lussemburgo, della Polonia e della Spagna. L'Italia, prima della riforma del 2003, aveva la stessa regola.

In Italia vi è però ancora il vincolo, alquanto poco diffuso tra gli ordinamenti più liberali, ai quali ci si è voluti ultimamente avvicinare, che le azioni prive di diritto di voto, con le altre azioni a voto limitato e con quelle il cui diritto di voto è subordinato a certe condizioni (che però non devono essere meramente potestative) non superino la metà delle azioni emesse.

Strutturalmente, le azioni di cui si tratta derogano al primo dei sei enunciati in cui si traduce il principio *one share, one vote*: vale a dire la regola secondo cui tutte le azioni devono avere diritto almeno a un voto.

Economicamente, esse valgono meno delle azioni dotate di diritto di voto, salvo che siano dotate di diritti patrimoniali che ne compensino la mancanza del diritto di voto e, anche in tal caso, il modo per determinarne il valore non utilizza gli stessi dati di partenza. In teoria, l'emissione di azioni a voto limitato non dovrebbe influire sulla capitalizzazione complessiva della società emittente, perché si tratterebbe di dividere la stessa quantità di ricchezza tra diverse categorie di titoli; empiricamente, si può dubitare della verosimiglianza di questo assunto

Funzionalmente le azioni prive del diritto di voto perseguono l'obiettivo di favorire la stabilità del controllo, specie minoritario, e di ridurre gli effetti diluitivi degli aumenti di capitale per il socio di maggioranza, anche quando questi sia in posizione di controllo di diritto. Sono dunque chiaramente un CEMs, e in special modo un «*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»¹¹. In particolare, neutralizzando il potere di voto di una parte delle azioni, o limitandolo, le azioni ordinarie del socio di controllo finiscono per pesare di più, consentendo quindi al socio di controllo di rafforzarsi, in applicazione del noto principio *divide et impera*.

Nella letteratura di ogni lingua e cultura europea, si sottolinea anche che l'emissione di azioni prive del diritto di voto può favorire le quotazioni in borsa e una graduale transizione dal controllo di diritto a forme di controllo di fatto e in prospettiva alla *contendibilità* del controllo. Infatti, grazie alla possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto, il socio o i soci di controllo possono trovare il compromesso più conveniente tra massimizzare il provento di un'eventuale IPO e il rischio di rendere contendibile il controllo della società ed essere dunque incentivati ad *aprire* la società anche a terzi.

A proposito di tali opinioni dottrinali, peraltro, è lecito manifestare un certo scetticismo, almeno nelle ipotesi in cui il socio di controllo (come accade in Italia e in altri Paesi) eserciti di fatto poteri gestionali, sovrapponendosi al *management*. Per capir meglio il senso dell'obiezione, occorre premettere che la creazione di azioni del tutto prive del diritto di voto è rarissima in sede di costituzione della società, anche se ovviamente nulla lo vieta in astratto. In caso di aumento del capitale, è inoltre assai improbabile che si abbia un'emissione di azioni prive del diritto di voto offerte a terzi in operazioni di ristrutturazione societaria: semmai, l'esperienza empirica italiana fa emergere una tendenza a convertire i crediti dei finanziatori più esposti in parte in azioni ordinarie e in parte in strumenti finanziari partecipativi, mai in azioni prive di diritto di voto.

¹¹ Report, (nt. 1),.

Di regola, dunque, l'emissione di azioni prive del diritto di voto dovrebbe servire a raccogliere fondi per finanziare nuovi progetti sui quali il socio di controllo non può o non vuole investire. Si dice anche che il socio di controllo potrebbe essere riluttante a investire nei progetti di sviluppo del *management* per una sanissima politica di diversificazione dei rischi: una simile spiegazione non è però del tutto appagante, quando il socio di controllo è anche il *manager* che formula i programmi di sviluppo e chiede agli investitori di credere in progetti nei quali egli stesso e i suoi finanziatori personali, di regola più in grado di informarsi e di tutelarsi di quanto non lo sia il mercato, evidentemente non credono fino in fondo. Da un certo punto di vista, quando il socio di controllo si sovrappone al *management*, i sottoscrittori delle azioni prive del diritto di voto dunque non solo assumono l'onere del finanziamento dei programmi del socio di controllo, ma hanno a disposizione meno possibilità di reazione di quante ne avrebbero se le loro azioni fossero a voto pieno.

Tutto ciò si riflette sul prezzo di emissione e sulla quotazione delle azioni di risparmio o prive del diritto di voto e, almeno in Italia, il successo di queste azioni è stato a dir poco mediocre.

8. Sono in parte simili, ma strutturalmente sono ben diverse dalle azioni prive del diritto di voto (e dalle azioni di risparmio) quelle a voto limitato, cioè che votano solo su determinati argomenti (di regola quelli di competenza dell'assemblea straordinaria). In Europa, le azioni a voto limitato sono contemplate in molti ordinamenti, ma non in Svezia e Danimarca, cioè in due degli Stati che hanno le tradizioni più radicate di azioni a voto plurimo.

Come si diceva, alcune delle considerazioni dedicate alle azioni prive del diritto di voto valgono anche per le azioni a voto limitato.

Strutturalmente, le azioni a voto limitato derogano però al secondo (e non al primo) dei sei enunciati in cui si articola il principio di uguaglianza, un voto (in particolare alla regola secondo la quale ogni azione ha un voto in tutte le assemblee). In questo, come accennato, esse sono ben diverse dalle azioni del tutto prive del diritto di voto, la cui emissione deroga invece la regola per cui tutte le azioni hanno diritto almeno a un voto.

Tuttavia, funzionalmente ed economicamente, le azioni a voto limitato hanno quasi le stesse caratteristiche di quelle prive del diritto di voto, con le quali condividono anche il fatto che il legislatore pone una soglia quantitativa oltre la quale non è lecita loro emissione. Di regola le azioni a voto limitato sono dunque un «*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»¹². In alcune particolari conformazioni, peraltro, la funzione delle azioni a voto limitato può essere quella di un «*mechanism used to lock-in control*»¹³. In particolare, l'esistenza di azioni a voto limitato può rendere più costosa un'OPA ostile, cioè una scalata, e funzionare dunque da misura difensiva.

Le azioni a voto limitato votano a condizione che l'ordine del giorno dell'assemblea contempli determinate materie, vale a dire, di regola (ma non necessariamente), quelle di competenza dell'assemblea straordinaria: esse a rigore potrebbero essere un'applicazione particolare del caso delle azioni che hanno il diritto di voto subordinatamente al verificarsi di particolari condizioni, almeno se si interpreta quest'ultima fattispecie nel senso che, allorché si verifichi la condizione, le azioni a voto condizionato non riacquistino definitivamente il diritto di votare, ma votino solo in presenza di determinate condizioni.

9. Le azioni «con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative» contrastano strutturalmente con il terzo enunciato costitutivo

¹² Report (nt. 1).

¹³ Report (nt. 1).

del principio di correlazione, un voto. Economicamente esse dovrebbero essere meno apprezzate delle azioni il cui diritto di voto non è condizionato, in quanto il mercato sconta l'aleatorietà del diritto di voto.

Esse sono contemplate espressamente dal legislatore italiano con una disposizione molto ambigua a causa della sua formulazione. In particolare, a parte la difficoltà di applicare il concetto di condizione meramente potestativa, proprio del diritto dei contratti, in una materia assai distante, come quella che qui interessa, non è immediatamente ricavabile dalla disposizione se il legislatore intenda circoscrivere la fattispecie alle ipotesi in cui, una volta verificatasi la condizione, le azioni di cui si tratta acquistino un diritto di voto (pieno o limitato a determinati argomenti) che prima non avevano, o se invece le azioni a voto condizionato votino solo allorché si presenti una determinata situazione che le abilita a votare: anche se la legge permette che la condizione, purché non meramente potestativa, sia comunque formulata (un esempio potrebbe essere: «se la Pro Patria rivincerà il campionato di calcio di serie A»), è comunque verosimile che nella maggior parte di casi la condizione avrà a che fare con situazioni particolari, eccezionali, se non di emergenza. Tuttavia tali situazioni non possono consistere nel fatto che l'ordine del giorno dell'assemblea contempli un determinato argomento (si tratti di una misura anti-scalata, di un *whitewash* o d'altro), in quanto, in tal caso, si tratterebbe di azioni «con diritto di voto limitato a particolari argomenti».

Funzionalmente, le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni sono comunque simili alle azioni a voto limitato e possono essere classificate tra i CEMS. In particolare, la loro emissione può essere considerata sia un «*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»¹⁴ sia un «*mechanism used to lock-in control*»¹⁵, a seconda dei casi.

In Europa, le azioni a voto condizionato sono trattate alla stessa stregua delle azioni a voto limitato: di fatto anche le azioni a voto limitato sono azioni che votano a particolari condizioni.

10. Si è già accennato al fatto che, in Italia e in altri ordinamenti europei più rigorosi nel contrastare l'abbandono del principio di correlazione, un voto, come per esempio la Germania, l'emissione di azioni prive del diritto di voto, alle quali sono in questo parificate le azioni a voto limitato e con voto condizionato, ha un limite quantitativo, imposto da una norma imperativa. Il limite si spiega con la volontà del legislatore di evitare che il raggiungimento e il mantenimento della soglia di possesso azionario che dà il controllo di diritto della società (la maggioranza dei voti che possono essere espressi nell'assemblea ordinaria) e, eventualmente, di quella che dà il controllo di fatto, siano eccessivamente facilitati.

Il legislatore evidentemente intende dosare con prudenza il vantaggio che l'emissione di azioni prive del diritto di voto riserva a chi controlla e vuole mantenere la maggioranza dei voti in assemblea. Se le azioni prive del diritto di voto non possono superare la metà di quelle in circolazione, il superamento della soglia del controllo di diritto richiede che l'azionista abbia sottoscritto o acquistato almeno un quarto delle azioni emesse in totale, più un'azione. Non siamo di fronte a un'applicazione rigorosa del principio di correlazione fra rischio e potere, ma al divieto di allontanarsene in misura eccessiva.

Quando siano previsti limiti come quelli stabiliti dalla norma italiana, una volta che siano state emesse azioni prive del diritto di voto o altre azioni a esse assimilate, si ha un'ulteriore limitazione dell'autonomia statutaria, anch'essa imposta da una norma imperativa e, in particolare, viene limitata la facoltà di emettere altre azioni prive del diritto

¹⁴ Report (nt.1).

¹⁵ Report (nt. 1).

di voto o altre categorie di azioni a voto limitato o condizionato: infatti le azioni a voto pieno devono sempre essere almeno la metà del capitale sociale.

11. L'emissione di azioni a voto plurimo contrasta con il quarto enunciato costitutivo del principio di quotazione, un voto. Essa è vietata in Belgio, Germania, Estonia, Grecia, Lussemburgo, Polonia e Spagna), ma è permessa in numerosi Stati d'Europa (Paesi Bassi, Svezia, Finlandia, Norvegia, Islanda, nonché nel Regno Unito e in Irlanda). L'emissione di azioni a voto plurimo, consentita sotto il codice di commercio italiano del 1882, era vietata espressamente in Italia a partire dal 1942 (con una complessa disciplina transitoria) e il divieto è stato confermato dalla riforma del 2003 (quarto comma dell'art. 2351 c.c.). Questo stesso itinerario, dal liberalismo al proibizionismo, caratterizza anche la Francia, il Belgio, la Svizzera, la Germania.

Solo pochi giorni fa, la legge 11 agosto 2014, n. 116 (di conversione, con modificazioni, del D.L. 24 giugno 2014, n. 91) ha abrogato il 4° comma dell'art. 2351 ed ha permesso, ma alle sole società non quotate di emettere azioni a voto plurimo. Non è facilmente comprensibile perché le «società con azioni quotate» non possano emettere azioni a voto plurimo (anche se, come dirò, possono mantenere quelle già in circolazione prima della quotazione) e perché dunque dovrebbero essere trattate diversamente da quelle non quotate, posto che le azioni a voto plurimo non rispondono a esigenze e interessi propri delle società non quotate. Soprattutto, non è chiaro perché il nostro legislatore abbia voluto introdurre le azioni a voto plurimo imitando ordinamenti in cui esse esistono per una ragione specifica, l'impossibilità di emettere azioni prive del tutto del diritto di voto, propria di quegli ordinamenti, che li rende diversi dall'ordinamento italiano. Vorrei dare al mio discorso una qualche prospettiva storica e parto perciò da lontano.

Il codice del 1882 non vietava le azioni a voto plurimo, né le prevedeva espressamente. Da quanto è possibile stabilire, storicamente esse ebbero diffusione in Italia e in altri Stati europei soprattutto nel dopoguerra della Prima Guerra Mondiale, quando la loro emissione venne incoraggiata allo scopo di preservare in mani italiane il controllo di società bisognose di ricapitalizzarsi¹⁶. L'esperienza di altri Stati Europei è simile.

In Svezia, alcuni autori hanno sostenuto che le azioni a voto plurimo sono frutto o comunque segno tangibile di una specie di «Santa Alleanza» tra i capitalisti e le banche nazionali e il predominante partito socialdemocratico, preoccupato del possibile passaggio della proprietà delle aziende svedesi in mani meno note e affidabili dei capitalisti locali¹⁷. Ciò spiega perché le azioni a voto plurimo non solo non sono quotate in borsa, ma di fatto non sono quasi mai oggetto di cessione, se non nell'ambito di operazioni di riorganizzazione: e in tal caso non di rado vengono tranquillamente sopresse o sostituite.

Nel Regno dei Paesi Bassi, invece, molto raramente le azioni a voto plurimo (che sono di regola relativamente poche e sono però dotate di un numero di voti straordinariamente alto, spesso peraltro esercitabile solo quando siano all'ordine del giorno deliberazioni di particolare importanza) sono utilizzate per attribuire il controllo di una società al fondatore o alla famiglia del fondatore: che io sappia, il caso più significativo (prima di quello della FCA NV) era quello della birra Heineken. Molto più diffuso è il modello in cui i diritti di voto plurimo spettano a fondazioni o associazioni (nel caso Aegon l'associazione è composta di quattordici persone fisiche, che entrano a farne parte per cooptazione e non devono avere o aver avuto alcun rapporto significativo con la società), con l'obiettivo di interpretare un ruolo di garanzia della continuità e talvolta del radicamento nazionale della società nel lungo termine. Risulta peraltro che la crisi

¹⁶ A. SCIALOJA (nt. 9), 773 ss.

¹⁷ P. HÖGFELDT, *The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden*, in *A History of Corporate Governance around the World*, edited by R. Morck, University of Chicago Press, Chicago, 2007, 517 ss..

finanziaria abbia innescato un processo di semplificazione della struttura del capitale di molte società che avevano adottato questo modello. Anche nei Paesi Bassi, le azioni a voto plurimo non sono oggetto di negoziazioni e, di fatto, vengono trasformate in azioni ordinarie se vengono vendute.

Ciò premesso, per chiarire la connessione fra il codice di commercio italiano del 1882 e i diritti delle società azionarie dei Paesi in cui le azioni a voto plurimo sono ammesse da tempo, non si deve dimenticare una caratteristica comune tra il primo e i secondi: si tratta in ogni caso di legislazioni che impongono che tutte le azioni abbiano diritto di voto e che vietano l'emissione di azioni prive di tale diritto. Tuttavia, come già si è notato, la norma imperativa secondo cui è vietato privare le singole azioni del diritto di voto non ha il rango di principio di ordine pubblico e non ha un fondamento razionale o economico particolarmente solido, mentre possono sussistere buone ragioni per deviare dal principio di azione, un voto permettendo una certa articolazione dei poteri corporativi dei singoli azionisti. L'emissione di azioni a voto plurimo, o la conversione delle azioni ordinarie esistenti in azioni a voto plurimo in vista di una nuova emissione di azioni ordinarie, permette dunque di raggiungere un risultato pratico molto simile a quello dell'emissione di azioni prive del diritto di voto, con voto limitato e con voto condizionato¹⁸.

In effetti l'emissione di una categoria di azioni a voto plurimo contrasta con il terzo enunciato del principio di azione, un voto (nessuna azione ha più di un voto), ma non con il primo e con il secondo: tuttavia, la funzione è indiscutibilmente quella di costituire un «*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»¹⁹ esattamente come le azioni prive di diritto di voto e a voto limitato e condizionato.

In Europa, l'emissione di azioni a voto plurimo non è vietata in molti ordinamenti, in alcuni dei quali, peraltro, sono poco o punto diffuse. Alcuni ordinamenti le ammettono con certi limiti quantitativi (il numero dei voti spettanti per azione non può superare un dato massimo). In Italia, come si è detto, erano espressamente vietate, ma oggi sono state ammesse, salvo che per le società quotate.

La disarmonia tra gli ordinamenti europei si presta alla loro concorrenza, della quale vi è stata un'evoluzione clamorosa recente.

Ovunque esistano, la storia dimostra comunque che di fatto l'introduzione o la diffusione delle azioni a voto plurimo prese occasione da intendimenti protezionistici del controllo nazionale delle imprese industriali e finanziarie. Tutte le altre spiegazioni, che pure non mancano, sono mascheramenti di questo intendimento di fondo.

Oggi, la discriminazione tra cittadini e stranieri è assai limitata dal diritto dell'Unione Europea²⁰, ma le azioni a voto plurimo sono tornate di moda. Evidentemente la legge non esclude che le azioni a voto plurimo possano essere assegnate a soci di minoranza, ma non occorre grande fantasia per constatare che esse in realtà servono ad attribuire il controllo delle assemblee a soggetti predeterminati, siano essi vecchi azionisti che si arroccano, oppure azionisti che sottoscrivono aumenti di capitale in condizioni di forza rispetto agli altri azionisti. La predeterminazione dei sottoscrittori è un fatto empiricamente osservabile in vari ordinamenti che prevedono le azioni a voto plurimo: un fatto che può dipendere dalla crisi della società che emette azioni a voto plurimo, oppure da altre circostanze. In particolare, non trascurabile è l'ipotesi in cui il socio di controllo ne causi l'emissione allo scopo di sottoscriverle per rafforzare la propria

¹⁸ U. BERNITZ, *The Attack on the Nordic Multiple Voting Rights Model: The Legal Limits under EU Law*, in *EBLR* [2004], 1423 ss.

¹⁹ *Report* (nt. 1).

²⁰ Va segnalato il fatto che in Francia l'art. L225-123 del Code de Commerce permette di riservare il voto doppio delle azioni di fedeltà (di cui *infra*) a cittadini francesi e ai *ressortissants* dei Paesi membri dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo.

posizione. In questi casi, qualora l'emissione delle azioni a voto plurimo richieda il consenso di altri azionisti e questo sia concesso, ci si può chiedere legittimamente quali possano essere le motivazioni di un voto favorevole.

I legislatori che, come quello italiano di un tempo, vietano l'emissione di azioni a voto plurimo, evidentemente le connotano negativamente, o perché ne hanno constatato empiricamente gli effetti distorsivi (come forse è avvenuto in Italia, dove il divieto è sopraggiunto dopo un periodo nel quale tali azioni avevano avuto una certa diffusione) oppure in base all'astratta considerazione per cui il voto plurimo altera in modo potenzialmente assai grave i rapporti di potere all'interno dell'assemblea.

Come è implicito in quanto appena si è detto, a questo rilievo si può fondatamente obiettare che lo stesso effetto può essere determinato dall'emissione di azioni a voto limitato, condizionato e soprattutto nel caso di emissione di azioni senza diritto di voto. Tuttavia permangono alcune differenze. In particolare, le azioni a voto limitato votano come le azioni ordinarie, quando si tratta di argomenti per i quali esse hanno il diritto di votare (e lo stesso rilievo vale per le azioni a voto condizionato, quando si verifica la condizione): evidentemente gli azionisti che detengono tali azioni si troverebbero mortificati soprattutto se, nei casi in cui possono votare, avessero di fronte azioni a voto plurimo. Le azioni prive di diritto di voto, invece, non votano mai: chi le sottoscrive non solo dimostra di non essere interessato all'amministrazione della società, ma non può neppure ingannarsi circa l'effettività della sua partecipazione ai poteri amministrativi.

Dal punto di vista della funzione è peraltro indicativo che le legislazioni europee che ammettono esplicitamente le azioni a voto plurimo, normalmente non prevedono le azioni prive del diritto di voto o limitato e viceversa. Anche l'Italia, che permetteva l'emissione delle azioni prive del diritto di voto o a voto limitato o condizionato, ma vietava l'emissione delle azioni a voto plurimo, non faceva eccezione alla regola. Con la conversione in legge del decreto legge n. 91 del 2014 ad opera della legge 11 agosto n. 116, invece, l'Italia permette ora, per le società non quotate, sia l'emissione di azioni prive del diritto di voto o a voto limitato e condizionato, sia quella delle azioni a voto plurimo. Nulla inoltre impedisce alla stessa società non quotata di avere contemporaneamente in circolazione tutte queste categorie di azioni.

Nelle società quotate, invece, non è ammessa l'emissione di azioni a voto plurimo, il che non esclude che vi siano società italiane quotate in borsa che abbiano in circolazione azioni a voto plurimo, in quanto la legge non impone alle società che si quotino di convertire in azioni a voto semplice le azioni a voto plurimo che abbiano già in circolazione.

La soluzione del legislatore italiano, che vieta (sia pure in modo assai poco convinto e certamente non assoluto) l'emissione delle azioni a voto plurimo alle società con azioni quotate è isolata in Europa, perché le azioni a voto plurimo, come si vedrà tra poco, sono state introdotte come CEMs specie avendo di mira le società più importanti, vale a dire proprio le società con azioni quotate.

12. Dove i legislatori prevedono espressamente la facoltà di emettere una categoria di azioni a voto plurimo, lo fanno di regola nel contesto di una disciplina che limita il numero dei voti che ciascuna azione a voto plurimo può esprimere. Questo avviene anche in Italia per le società non quotate, nelle quali le azioni a voto plurimo non possono avere più di tre voti. Invece, in Svezia i voti non possono superare i dieci e non risulta che vi siano limiti specifici nei Paesi Bassi, nel Regno Unito e in Irlanda.

La finalità delle disposizioni è simile a quella che viene perseguita dalla disciplina che limita il numero delle azioni prive del diritto di voto o a voto limitato o condizionato: dosare con prudenza il vantaggio che la sottoscrizione delle azioni a voto plurimo conferisce al socio (normalmente di controllo) che le sottoscrive.

In ogni caso, le azioni a voto plurimo, dove sono legittime, hanno una disciplina autonoma da quella delle azioni prive del diritto di voto o a voto limitato e condizionato. Un corollario importante è meritevole di una menzione: il fatto che, in un dato ordinamento, le azioni prive di diritto di voto o a voto limitato e condizionato non possano superare la metà del capitale sociale, non autorizza a sostenere che le azioni a voto plurimo non debbano avere più di due voti per ciascuna, allo stesso modo in cui, se in un ordinamento è stabilito che ciascuna azione non può avere più di cinque voti, non è lecito inferire che le azioni prive del diritto di voto non possono essere più dell'80% del totale delle azioni emesse.

La possibile coesistenza di azioni a voto plurimo con azioni dello stesso emittente senza diritto di voto o a voto limitato e condizionato sembra tuttavia introdurre un certo squilibrio all'interno del sistema: limiti pensati per circoscrivere il possibile incremento del potere dell'azionista di controllo possono essere scardinati o scardinabili. Tuttavia, l'emissione di azioni a voto plurimo non incontra alcun divieto (anche solo parziale) o alcun limite nella precedente immissione in circolazione di azioni prive del diritto di voto o a voto limitato o condizionato; né pare che si possa desumere tale limite dal divieto di elusione della legge, poiché è la stessa legge che pone limiti diversi nelle differenti fattispecie, senza preoccuparsi di un efficiente coordinamento.

13. L'art. 11 della direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2004/25/CE del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto, prevede una c.d. regola di "neutralizzazione" (questa è la poco aggraziata dizione che si trova nella rubrica in lingua italiana). Al paragrafo 3, questa disposizione stabilisce, tra l'altro, che «i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9». La stessa norma stabilisce anche che «le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto nell'assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali conformemente all'articolo 9».

Il paragrafo 5 della Direttiva, dal canto suo, stabilisce che «quando si sopprimono diritti sulla base dei paragrafi 2, 3 o 4 e/o dell'articolo 12 è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti. Le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento sono fissate dagli Stati membri». Peraltro, ai sensi del paragrafo 6, «i paragrafi 3 e 4 non si applicano ai titoli quando le restrizioni ai diritti di voto sono compensate con vantaggi pecuniari specifici». Questa eccezione non vale tuttavia riguardo alle azioni a voto plurimo, nemmeno se il loro privilegio nel voto sia compensato da uno svantaggio patrimoniale oppure, più precisamente, da un privilegio patrimoniale delle azioni a voto unico.

L'art. 12 della direttiva (rubricato «Accordi opzionali») prevede casi nei quali gli Stati membri possono riservarsi il diritto di non esigere che le società di cui all'articolo 1.1 con sede sociale nel loro territorio applichino l'art. 9, paragrafi 2 e 3, e l'art. 11, indicando una serie di limiti e condizioni.

Non è il caso di approfondire il discorso, perché bastano questi pochi ragguagli per far capire come queste regole siano frutto di faticosi compromessi, e perché siano ferocemente criticate *hinc et inde*, ma soprattutto da studiosi di Stati che prevedono nei loro ordinamenti le azioni a voto plurimo, in quanto, secondo questi autori, i soci di controllo di società che hanno emesso tale categoria di azioni verrebbero ingiustamente discriminati rispetto ai soci di controllo delle società che abbiano emesso azioni prive di diritto di voto o a voto limitato, malgrado la ben riconoscibile omogeneità funzionale di tali situazioni.

Sia come si vuole, la disciplina comunitaria è, per usare un eufemismo, molto "frastagliata"; lo sono tuttavia ancor di più le norme nazionali di attuazione della direttiva.

Paradossalmente le debolezze delle soluzioni contemplate nella direttiva finiscono per esserne anche la forza: la norma sulla revisione (art. 20), infatti, non è stata sfruttata come invece da più parti si auspicava, e manca comunque la volontà politica delle istituzioni europee di avventurarsi in un esercizio che potrebbe risolversi in un clamoroso insuccesso²¹.

L'assoggettamento delle azioni a voto plurimo (intese come categoria di azioni speciali) alla regola della neutralizzazione non è peraltro estranea alla creazione delle azioni di fedeltà a voto doppio, di cui conviene ora trattare.

14. Le azioni di fedeltà a voto doppio (o comunque plurimo) furono introdotte in Francia fin dal 1933 (e contestualmente furono vietate le azioni a voto multiplo) e, a partire dal 2014, per le società quotate la regola di *opt-in* è stata sostituita da una regola di *opt-out*. Di conseguenza, per queste società, in Francia la norma dispositiva o suppletiva oggi in vigore non è più l'applicazione del principio di azione, un voto, ma la previsione del voto doppio per chi soddisfi il requisito della fedeltà previsto dalla legge.

Regole simili a quella vigente in Francia nel 1933 (e poi confermata sia nel 1966 sia con il nuovo *Code de commerce*) sono state oggi introdotte espressamente anche in Italia, per le società con azioni quotate, con il D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla L. 11 agosto 2014, n. 116: ma in Italia la legge prevede il meccanismo dell'*opt-in*, per cui il voto doppio spetta agli azionisti fedeli solo se lo statuto sociale lo prevede. Per il resto la legislazione italiana segue da presso il modello francese, salvo due aspetti: uno, che sarà illustrato più avanti, riguarda la regola di neutralizzazione; l'altro invece, consiste nel fatto che il premio di fedeltà consistente nella maggiorazione del voto, in Francia, è riservato solo alle azioni nominative appartenenti a cittadini francesi e, forse un po' a malincuore, a cittadini di Stati membri dell'Unione Europea o dello Spazio Economico Europeo (i quali, di fatto, come mi è stato spiegato dal Pierre-Henri Conac, devono avere un conto corrente presso una Banca francese, per poter provare di aver titolo alla maggiorazione del voto). L'Italia, tradizionalmente meno nazionalista della Francia, non fa invece distinzione secondo la nazionalità degli azionisti.

Le azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo possono essere emesse anche dalle società del Regno Unito e da quelle irlandesi e fuori d'Europa, negli Stati Uniti d'America.

Le azioni di fedeltà a voto doppio (o plurimo) non costituiscono una categoria di azioni a sé e di conseguenza la loro denominazione - appunto «azioni di fedeltà a voto doppio» - potrebbe risultare fuorviante. In realtà non si tratta di azioni diverse dalle altre, ma di un metodo di calcolo dei voti, che strutturalmente deroga al quinto enunciato costitutivo del principio di azione, un voto, quello per cui «il voto di chi ha più azioni vale tanti voti quante sono le azioni possedute per cui interviene in assemblea».

Infatti, se al momento del voto le azioni di chi interviene valgono due o più voti in base a un determinato criterio, che per semplicità si può chiamare «criterio della fedeltà» e che, di regola, consiste nell'aver soddisfatto certi requisiti di possesso o titolarità durante un certo periodo di tempo delle azioni per le quali il socio interviene all'assemblea, le azioni restano quelle che erano, ma i voti si contano in modo diverso. Perciò le azioni di fedeltà a voto doppio (o plurimo) non sono azioni a voto plurimo e, soprattutto, ad esse non si applicano le disposizioni della regola di neutralizzazione. Tornerò su questo rilievo più avanti.

Dal punto di vista economico, il valore di scambio delle azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo dovrebbe essere esattamente uguale a quello delle azioni della loro stessa categoria che non hanno un voto doppio o plurimo, perché nel momento stesso in cui vengono vendute o scambiate, perdono il loro diritto speciale: vi sono però eccezioni,

²¹ K.J. HOPT, *Europäisches Übernahmerecht*, Tübingen, 2013, 94 ss.

perché esistono operazioni di scambio (quali le fusioni e le scissioni) che non danno luogo a un'interruzione del possesso rilevante ai fini dell'accertamento della fedeltà. Il valore d'uso delle azioni di fedeltà a voto doppio è peraltro proporzionale all'incremento dei loro diritti.

Le considerazioni più interessanti riguardano il profilo funzionale. La teoria dice che le azioni di fedeltà sarebbero un eccellente antidoto allo *short termism*, vale a dire alla perniciosa abitudine dei *manager* di formulare le politiche aziendali privilegiando orizzonti di breve periodo, perché nelle società quotate i manager sono opportunisticamente incentivati (anche a causa delle politiche di remunerazione, ma non solo) a tener d'occhio l'andamento dei corsi di borsa delle azioni, e i prezzi delle azioni sono molto più sensibili alle opinioni di chi compra e rivende in ottica speculativa (quindi a breve termine) e opera più frequentemente sul mercato, di chi invece investe in una prospettiva di lungo termine, e dunque si presenta in borsa molto meno spesso degli speculatori. Concedere incentivi economici e maggior potere amministrativo agli investitori fedeli dovrebbe costituire un incoraggiamento a comportamenti lungimiranti (o meno miopi) dei *manager*, la cui permanenza in carica si troverà a dipendere da azionisti stabili e intenzionati a restare tali. Inoltre, l'introduzione delle azioni di fedeltà a voto doppio potrebbe incentivare i fondatori di imprese innovative a crescere attraverso l'apertura del capitale a fondi di investimento e in prospettiva alla borsa, poiché permetterebbe di scindere la proprietà e il controllo della società. Infatti, la garanzia di non perdere il controllo, sia pur compensata sul piano economico da un'ovvia penalizzazione dell'operazione, incoraggerebbe anche i riluttanti e produrrebbe risultati apprezzabili anche socialmente. Tra questi risultati socialmente apprezzabili, si citano tra le altre cose, dall'epoca di Scialoja ai giorni nostri, la maggior facilità del mantenimento delle sedi centrali delle imprese nel luogo in cui sono state costituite, la conservazione dei posti di lavoro e altro ancora²².

Tutto questo somiglia però alla descrizione virgiliana dell'età dell'oro, mentre sono leciti dubbi sul fatto che il modello funzioni in ogni luogo e in ogni congiuntura storica.

Intanto, di per sé aver tenuto nel cassetto le azioni per molto tempo non significa essere più competente o più interessato di altri soci che sono abituati a politiche di investimento più dinamiche. Tenere azioni in portafoglio non è infatti sempre segno di prudenza, ma potrebbe nascere dal disinteresse, dall'attaccamento allo *status quo* o da altre ragioni, non tutte ugualmente apprezzabili dal punto di vista dell'interesse comune. Il comportamento tranquillo e mansueto osservato in passato non è infatti una garanzia che il socio cassetista domani non si trasformerà, di punto in bianco, in uno speculatore

²² Saranno consentite alcune citazioni dai giornali quotidiani, iniziando dalla pubblicazione più recente (F. TAMBURINI, in *Corriere Economia*, 15 settembre 2014, p.3). L'articolista cita l'opinione di Francesco Denozza (di cui storpiò il nome), secondo il quale le azioni a voto plurimo o di fedeltà a voto doppio sono «misure che rafforzano i gruppi di comando permettendo a chi ha maggioranze limitate di fare gli affari suoi senza che nessuno disturbi il manovratore»; dopo di che riporta la «secca replica» di Massimo Mucchetti, senatore del PD e promotore (con altri) della riforma: «Inutile ignorare la realtà. La Fiat è uscita dall'Italia e altri gruppi erano pronti a fare le stesse scelte. Il voto maggiorato consente gestioni più stabili e, in caso di offerte pubbliche, decade». Nella stessa pagina si legge un'intervista a Guido Corbetta il quale dichiara che «è veramente importante riuscire a portare il maggior numero di società in Borsa, occorre trovare tutti gli incentivi possibili perché così avremo un'economia migliore. Altrimenti continuerà ad aumentare il numero delle imprese che lasciano l'Italia per andare dove trovano una situazione più accogliente. E questo è un problema importante, perché senza imprese non c'è lavoro» (corsivi aggiunti).

In precedenza si vedano le risposte di P. MARCHETTI (moderatamente favorevole alla riforma, e pronto a sottolineare l'esigenza di un'ampia revisione del sistema dei CEMs in Italia, nella prospettiva del miglior funzionamento del mercato delle azioni), A. ZOPPINI (favorevole alla riforma), e L. ENRIQUES (contrario) alle domande di G. NEGRI ne *Il Sole 24 ore* del 26 agosto 2014. Si vedano anche L. ZINGALES, *Quel voto plurimo così opaco* e A. PLATEROTI, *Una cura che aiuta le IPO*, ne *Il Sole 24 ore* del 1° agosto 2014, M. MUCCHETTI, *Perché va difeso il voto plurimo*, ne *Il Sole 24 ore* del 3 agosto 2014, L. ZINGALES, *Il voto plurimo favorisce le piramidi* e B. BERTOLDI, *Forse opaco, ma certo utile al nostro tessuto industriale*, ne *Il Sole 24 ore* del 3 agosto 2014

spregiudicatissimo. Se poi, come prevede la legge francese, seguita dalla nostra, le azioni a voto doppio non perdono il doppio voto in caso di successione per causa di morte, diventa alquanto evidente che il legislatore non ha soltanto preso come riferimento il socio dotato di visione imprenditoriale di una società innovativa che esita a lanciarsi in borsa o a imbarcare soci finanziatori, al quale si vorrebbe dare l'occasione di cedere i diritti di proprietà conservando il controllo allo scopo di permettergli di proseguire la sua opera al riparo dall'avidità *short termism* dei rapaci investitori: le capacità imprenditoriali infatti non si ereditano allo stesso modo in cui si ereditano le azioni.

Soprattutto occorre riconoscere che, specie in contesti sociali in cui i comportamenti opportunistici sono esecrati in pubblico quanto praticati in privato (come talvolta avviene purtroppo anche nel nostro Stato), il socio più fedele di tutti è normalmente quello che può estrarre dalla società valori *privati*, non necessariamente monetari (ma anche reputazionali, eccetera) grazie al mantenimento di pacchetti azionari consistenti: il socio più fedele è quindi il socio di controllo, o anche un *sodalis* o un *cliens* (in senso romano) del socio di controllo, ovvero una consorteria di controllanti.

Per questa ragione è possibile, anzi probabile, che in certe situazioni nazionali le azioni di fedeltà a voto doppio si caratterizzino esclusivamente come CEMs, in particolare come «*mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»²³, e che il socio di controllo le veda come un *second best* rispetto alla *long term extraction of private benefits*, senza la noia di dover sottoporre per es. le operazioni con parti correlate alla burocratica trafila alla quale si debbono assoggettare le società quotate. In situazioni come quella italiana, è insomma probabile che le azioni di fedeltà a voto plurimo si caratterizzeranno più come trincee che come garanzia contro lo *short termism*. Anzi, sarà opportuno ricordare che, proprio in Francia, emerge da studi empirici che, grazie alle azioni di fedeltà a voto doppio, le posizioni dei soci di controllo si sono rafforzate, che le società sono diventate meno contendibili e che i rapporti tra minoranza e maggioranza si sono stabilizzati a favore della maggioranza²⁴.

Ora, che la stabilità sia un valore in sé, pare un'affermazione in astratto criticabile: basti pensare a un'amministrazione inefficiente (non necessariamente corrotta) e al moltiplicarsi dei danni che provocherebbe stabilizzarla.

Ciò che sembra del tutto inaccettabile è poi che si dica che le azioni a voto plurimo sono una medicina efficace in Italia, quando il disturbo che dovrebbero curare, lo *short termism*, non è affatto la malattia più grave del nostro Stato, nel quale abbondano piuttosto le società quotate dominate da potentati politici, da famiglie ossificate, da soci storici e da patti di sindacato. Inaccettabile è anche sostenere che sia un progresso averle introdotte sul modello della Francia, che è un altro Paese che, come il nostro, è semmai malato del disturbo opposto rispetto allo *short termism*, la mancanza di un ricambio fisiologico della classe dirigente: il che porta a dire che, per essere spodestati dal controllo di un'impresa di qualche rilievo, in Francia come in Italia (ma più in Italia che in Francia) occorre esservi costretti da una procedura d'insolvenza oppure occorre commettere reati e farsi intrappolare in un'indagine penale.

Insomma, le azioni di fedeltà a voto doppio, nel nostro e in altri Paesi, potrebbero rivelarsi non il rimedio per una distorsione del sistema che (almeno in Italia) si potrebbe definire trascurabile, ma soltanto un mezzo per perpetuare il controllo, cioè per contribuire alla conservazione dell'attuale struttura del capitalismo italiano, che non appare né bisognosa, né degna di aiuto in tal senso, se è vero che essa contribuisce ad aggravare antichi e nuovi difetti della nostra vita economica (e sociale).

²³ Report (nt. 1).

²⁴ *Droits de vote double: un cadeau empoisonné*, in *Le revenue.com*, 2 Maggio 2014, segnalatomi dal cortese Prof. Matteo Gargantini.

D'altra parte (e con questo si può riprendere l'osservazione fatta in precedenza riguardo alla inapplicabilità della regola di neutralizzazione alle azioni di fedeltà a voto doppio o plurimo) il minimo che si possa dire è che al fedele socio di controllo la direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto offre la possibilità di avvalersi di un doppio voto a dispetto della *breakthrough rule*, che si applica solo alle azioni a voto plurimo che costituiscono una categoria speciale, e che a lui potranno ultimamente associarsi *sodales* e *clientes* altrettanto fedeli (alcuni più fedeli al socio di controllo che alla società stessa). Non sono mancati commentatori (soprattutto del Nord Europa) che hanno fatto notare come sia stata introdotta una poco giustificata discriminazione ai danni delle imprese scandinave e olandesi rispetto alle società francesi.

È un paradosso, ma sembra quasi che, con le azioni di fedeltà a voto doppio, il legislatore francese abbia dettato *ante litteram* norme in frode alla direttiva o, ancor meglio, che la direttiva sia stata tagliata sulle esigenze del diritto francese (suscitando la reazione comprensibilmente irritata dei nordici)²⁵. Questo rilievo non può esser fatto al legislatore italiano, che ha aggiunto al secondo comma dell'art. 104-bis del T.U.I.F. previsioni idonee ad applicare la regola di neutralizzazione alle azioni a voto plurimo e ad estenderla anche alle azioni di fedeltà a voto plurimo.

In conclusione, la previsione delle azioni di fedeltà a voto doppio, come l'emissione a voto plurimo, in alcuni casi può essere utile, specie per incoraggiare la quotazione di riluttanti fondatori di società in impetuosa crescita. Tuttavia, si deve ritenere che l'esperienza pratica, specie anglo-americana, dimostri che questi casi sono alquanto rari, mentre l'esempio francese attesta che le azioni di fedeltà a voto plurimo non sono precisamente un fattore di dinamismo e di ricambio (si pensi, in Francia, a L'Oréal). Inoltre l'emissione di azioni a voto plurimo non è l'unico strumento in grado di realizzare la scissione tra proprietà e controllo, posto che anche l'emissione di azioni prive di diritto di voto o a voto limitato e condizionato permettono di ottenere lo stesso risultato economico-pratico, sia pure in forma diversa.

Con tutto ciò, resta vero che le azioni di fedeltà favoriscono il consolidamento del controllo societario. In Italia, sia pure in particolari circostanze è possibile la combinazione delle azioni prive di diritto di voto o a voto limitato con le azioni a voto plurimo; e per le società quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo, si potrebbe aggiungere la maggiorazione dei diritti di voto: non credo che ci voglia molto a comprendere che, se le regole devono prevenire gli eccessi (come si è detto alla fine del paragrafo 7), siamo forse andati al di là del segno.

Pare che la fine di Beethoven, afflitto da epatite o da cirrosi epatica, sia stata accelerata dai suoi medici, che decisero di curarlo somministrandogli larghe dosi di vino del Reno e della Mosella²⁶. Forse, questa storia potrebbe avere una certa analogia rispetto alle azioni di fedeltà e a voto plurimo.

15. Deroga strutturalmente al quinto enunciato costitutivo del principio di quotazione, un voto (secondo il quale «il voto di chi ha più azioni vale tanti voti quante sono le azioni possedute per cui interviene in assemblea») la possibilità di prevedere limitazioni al numero massimo di voti esprimibili da un singolo azionista, o meccanismi di voto per scaglioni e simili. La facoltà di adottare queste clausole statutarie è prevista in Italia dal 2003 per le società con azioni non quotate (ma si ricordi che il voto per scaglioni era la norma dispositiva nel 1882); con l'ultima riforma del 2014, il legislatore italiano ha modificato il 3° comma dell'art. 2351 c.c., in modo tale da estendere questa facoltà alle società con azioni quotate. Come che sia, la clausole di cui stiamo ora trattando non creano

²⁵ U. BERNITZ (nt. 17); R. SKOG, *The Takeover Directive, the Breakthrough Rule and the Swedish System of Dual Class Stock*, in *EBLR* [2004], 1439 ss.

²⁶ Traggo queste notizie da P. BUSCAROLI, *Beethoven*, Milano, 2004, 1284 ss.

nuove categorie di azioni e piuttosto incidono sul calcolo dei voti che possono essere espressi in assemblea o in relazione a determinate materie all'ordine del giorno.

In Europa, queste clausole sono largamente ammesse, con l'eccezione della Germania, della Grecia e dell'Estonia.

Economicamente l'inserimento di tali clausole non incide direttamente sul valore delle singole azioni, ma può influire sul valore dei pacchetti azionari e dell'intera società, che diviene meno scalabile.

Funzionalmente, le clausole delle quali ora stiamo trattando ostacolano la formazione di poteri all'interno della società: si tratta di una possibile manifestazione dei «*mechanisms used to lock-in control*». Si è però già notato come questi meccanismi, apparentemente destinati a impedire che la società cada preda di un socio forte (o di una consorteria oligarchica di soci co-controllanti), in realtà possono funzionare egregiamente come baluardi dello status quo.

16. La partecipazione all'assemblea, nelle società per azioni, richiede la qualità di azionista: è l'ultimo dei sei enunciati costitutivi del principio «una azione, un voto». Strutturalmente deroga a questo enunciato la facoltà, prevista nel diritto italiano, riformato nel 2003, di emettere strumenti finanziari partecipativi i cui diritti amministrativi, ai sensi del 5° comma dell'art. 2351 c.c., possono comprendere il «diritto di voto su argomenti specificamente determinati», che in particolare giungono fino al punto che ad essi può «essere riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o di un sindaco».

La disposizione non è molto chiara e non giova la difficoltà di un suo coordinamento con il 4° comma dell'art. 2346 c.c., nel quale si legge che gli strumenti finanziari partecipativi, diversi dalle azioni, possono sì essere «forniti di diritti amministrativi», ma «escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti».

Ad ogni modo, se si intende il 5° comma dell'art. 2351 c.c. nel suo significato letterale (questione peraltro dibattuta e discutibile), sembra accordato un diritto di *voice* in assemblea a portatori di interessi connessi alla gestione sociale, ma differenti da quelli propri degli azionisti veri e propri.

Questo possibile allargamento statutario della partecipazione all'assemblea potrebbe essere inteso come il segnale di un movimento che, sviluppandosi, potrebbe assegnare all'assemblea funzioni di rappresentanza non più della (sola) collettività dei soci, ma anche di altri interessi, sociali in senso lato o comunque in senso tale da comprendere gli interessi di (categorie) di *stakeholders* non azionisti.

In altre parole, l'assemblea potrebbe diventare, per scelta dello statuto, una specie di Agora o di Foro per il democratico confronto tra diversi interessi: interessi che diventano sociali dal momento in cui lo statuto li qualifica come tali e permette a chi li incarna di accedere al dibattito e al voto assembleare.

A ben vedere, però, il punto che dovrebbe essere verificato dal punto di vista tecnico è se la facoltà di collegare statutariamente il voto in assemblea a un titolo diverso dalle azioni sia frutto di una norma eccezionale, che apre uno spazio all'autonomia privata in una materia che è regolata da norme imperative di legge, ovvero se si debba mettere in discussione la premessa secondo cui una norma imperativa impone di riservare l'accesso all'assemblea e il voto ai soli soci.

Ammesso che la materia sia comunque disponibile per l'autonomia statutaria, occorrerebbe poi stabilire entro che limiti lo sia e se i limiti previsti dalle norme per il voto dei possessori di strumenti finanziari partecipativi possano essere estesi (e in che modo) ad altre fattispecie. Per esempio, esistono sistemi che tollerano l'attribuzione di diritti di intervento e voto in assemblea anche alle obbligazioni. Ci si può chiedere se, sulla base delle norme dettate per gli strumenti finanziari partecipativi e tenuto conto del rapporto di

questi con le obbligazioni (rapporto su cui influisce in modo non perspicuo il 3° comma dell'art. 2411 c.c.), si possa sostenere che, in società per azioni italiane, gli statuti potrebbero accordare un simile diritto agli obbligazionisti ed eventualmente se si applichino le stesse disposizioni previste per gli strumenti finanziari partecipativi.

Non mi è nota la diffusione del modello in altri Stati europei. Assumendo che, tramite la previsione della partecipazione all'assemblea dei possessori di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni, si possa permettere una più vasta rappresentanza di interessi, in senso lato predicabili come "sociali", si potrebbe forse intuire una qualche assonanza con la *Mitbestimmung* o con simili istituti: assonanza peraltro tanto superficiale e incerta, da non meritare ulteriori indagini. Infatti la *Mitbestimmung* non coinvolge l'assemblea, ma la *governance* della società, e non si fonda sull'autonomia privata, ma sulla legge imperativa.

Piuttosto è da chiedersi se sia desiderabile un'evoluzione che, sia pure subordinatamente a un atto di autonomia privata, porti a trasferire negli organi deliberativi delle società per azioni conflitti di interessi che, diversamente, vedrebbero società e *stakeholders* su posizioni contrapposte. Evidentemente si tratta di un discorso molto interessante, il cui esaustivo svolgimento porterebbe però troppo lontano e sul quale non è questa la sede adatta per diffondersi.

17. A questo punto è utile giungere alle conclusioni alle quali induce il quadro storico-comparatistico che ho cercato di delineare fino a qui. Si tratta di un quadro caratterizzato da ombre e da qualche luce. La luce, a mio avviso, è il riconoscimento del carattere dispositivo del principio di azione, un voto, e il contemporaneo riconoscimento che l'autonomia privata non può operare senza limiti.

Le ombre consistono nel fatto che alcune regole, liberistiche o, all'opposto, dirigistiche, sono giustificate in modo ipocrita. Per esempio, io credo fermamente che non ci sarebbe nulla di male se il governo e il parlamento volessero favorire la stabilità del potere economico, per conservarlo nelle mani di persone che, per ereditarietà biologica o educazione, possano ritenersi più degne di altre. Non penso tuttavia che, per esprimere una preferenza per lo *status quo*, rispettabile per quanto magari non condivisibile, si debbano necessariamente raccontare leggende travestite da argomenti fondati sulla giustizia sociale o sul benessere dei lavoratori.

L'incremento degli spazi di autonomia è infatti di per sé un bene, ma non è affatto necessario usare in concreto tutte le facoltà che la legge concede. Valga l'esempio di un ordinamento estremamente liberale, come quello dell'Inghilterra, che concede amplissimo spazio all'autonomia privata e in cui però, dalle statistiche, sembra emergere una volontaria rinuncia alla pur lecita emissione di azioni senza diritto di voto, o a voto limitato e condizionato, o a voto plurimo, eccetera.

D'altro canto anche la quotazione in borsa, che si vorrebbe incentivare con ogni mezzo²⁷, non è una buona cosa in sé (si pensi alle affrettate quotazioni avvenute in passato di società italiane poi rivelatesi miserabili o addirittura cadute in stato di insolvenza).

Se il fondatore vuole quotare in borsa la società che ha creato, senza però perderne il controllo, non vi è del resto solo lo strumento delle azioni a voto plurimo (o delle azioni di fedeltà a voto plurimo), soprattutto in ordinamenti, come l'ordinamento italiano, che permettono l'emissione di azioni prive del diritto di voto. Importando il modello francese delle azioni di fedeltà a voto doppio e quello olandese o nordico delle azioni a voto plurimo, e mantenendo la panoplia delle azioni senza voto o a voto limitato, il legislatore italiano è diventato altrettanto liberale del legislatore inglese. Ma in Inghilterra gli studi

²⁷ Si veda la nota 21, *supra*.

empirici dimostrano che al massimo liberalismo della legislazione corrisponde un minimo utilizzo dello strumento pratico.

Ci si chieda pure il perché del conservatorismo inglese, e si troverà che la comunità finanziaria non apprezza i «*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*»; e questa riluttanza degli investitori è segnalata anche in Svezia e altrove. Dunque può essere vero che, aggiungendo alle azioni prive di diritto di voto e a voto limitato le azioni a voto plurimo e di fedeltà a voto doppio si possono vincere le resistenze alla quotazione, ma la scissione tra controllo e proprietà si rifletterà comunque sul prezzo delle azioni e sul valore della società, sia pure in modo diverso nei diversi casi, e non è affatto detto che, magari passato un primo periodo di interesse, l'effetto incentivante si dimostri particolarmente forte e duraturo.

Perché l'autonomia privata dia i suoi frutti, una condizione importante, se non essenziale, è comunque che si dicano le cose come stanno. I CEMs rafforzano i soci di controllo, nell'interesse dei soci di controllo, non del pubblico benessere, della crescita e del radicamento nazionale delle imprese, specie se, come avviene in Europa, le nazionalità sono molte, ma la cittadinanza è sempre più (o sempre più dovrebbe essere) unitaria. Può darsi (anzi: chi scrive ne è risolutamente convinto) che l'interesse privato e l'interesse pubblico vadano a braccetto, ma solo se l'ambiente è trasparente e si chiamano le cose con il loro nome.