Alert

Corporate - Review

Quel voto plurimo che non c'è

Nel D.L. n. 34 del 19 maggio 2020, c.d. decreto "Rilancio", non compare più un certo articolo 45, introduttivo del "*Voto plurimo nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati*", contenuto nelle versioni circolate nei giorni precedenti. Del che non ci possiamo che rallegrare.

Non è chiaro quale sarebbe stata la necessità ed urgenza della disposizione, non avente nulla a che vedere con esigenze legate alla crisi economica generata dall'emergenza Covid19, donde la sua probabile incostituzionalità, per violazione dell'art. 77, comma 2, Cost.

La sua *ratio* sarebbe stata, come si leggeva nella relazione, nell'essere "noto" che diversi ordinamenti giuridici stranieri, sia nell'ambito dell'Unione Europea sia al di fuori di essa, "consentono alle società per azioni, anche con azioni quotate in mercati regolamentati, di derogare alla regola «*one share one vote*» mediante la previsione di categorie di azioni dotate di voto plurimo", ma l'ordinamento giuridico italiano "vieta alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati l'emissione di azioni a voto plurimo, se non nella peculiare forma delle azioni a voto maggiorato"; e nell'essere "altresì noto" che tale differenza di regolamentazione "rischia di comportare una concorrenza tra ordinamenti, a danno del mercato borsistico italiano".

Peccato che chi conosce l'ordinamento giuridico italiano, e conosce anche l'esperienza delle società quotate italiane che hanno deciso di trasferire all'estero la sede legale, sa benissimo che si è trattato di ragioni che nulla hanno a che vedere con la possibilità di emettere "azioni a voto plurimo".

E, soprattutto, sa benissimo che gli ordinamenti europei che conoscono il voto plurimo non conoscono anche le azioni senza voto, e viceversa (se infatti la metà delle azioni è senza voto, quelle a voto singolo è come se attribuissero due voti, ma quelle a voto doppio è come se attribuissero quattro voti, e l'effetto leva potrebbe crescere ulteriormente cumulando detti strumenti tra loro).

Se dunque il più permissivo degli ordinamenti (ex) europei è sicuramente quello inglese, la prassi è molto cauta nello sfruttare più di uno strumento alla volta; ed altrettanto vale per il sistema americano, dove il diritto societario è piuttosto permissivo in pressoché in tutti gli Stati, salvi i limiti contenuti in norme federali, ma il vero ostacolo alla quotazione delle azioni a voto plurimo è rappresentato, non dal diritto societario, bensì dalla disciplina borsistica: che in principio proibisce le strutture c.d. *dual-class*, che in realtà lascia spazio a significative eccezioni, ma in effetti non vede di buon occhio le strutture, per così dire, *triple-class*.

E l'ordinamento italiano? Si priva di tutto ciò? Tutt'altro, consente all'autonomia statutaria l'introduzione di *entrambi* tali strumenti, e *non solo* di questi.

Consente pure le azioni a voto limitato, non consentite in ordinamenti come la Svezia e la Danimarca, che ammettono invece il voto plurimo; consente le azioni a voto subordinato e, più di recente, le stesse azioni a voto maggiorato (c.d. *loyalty share*), e le consente - nonostante che siano ispirate al modello francese delle azioni à *droit de vote double*, che le introdusse al posto di quelle a voto plurimo, quale premio per la fedeltà degli azionisti e quale misura di contenimento della *finance court-termiste* propiziata dal *record date* - in aggiunta alle stesse azioni a voto plurimo (e non al posto delle stesse), donde in Italia abbiamo le *une* e le *altre* (v. il D.L. n. 91 del 24 giugno 2014 introduttivo della maggiorazione del voto, in quanto tecnica alternativa alle azioni a voto plurimo, ma v. poi la legge di conversione n. 114 dell'agosto 2014, che ha consentito anche - non si sa perché – l'introduzione delle azioni a voto plurimo, stante la laconica sostituzione del "*non possono* emettersi" con "lo statuto *può prevedere*" nel comma 4 dell'art. 2351 c.c. grazie ad un emendamento buttato lì sotto il solleone e mai discusso per via del voto di fiducia sull'intera legge).

L'Italia è dunque l'unico tra i suddetti ordinamenti che già conosce l'intera gamma delle possibili opzioni in tema di rapporti tra **voti** e **azioni**, spaziando dalle azioni ordinarie (i.e. la categoria di default, indefettibile per la metà del capitale) a tutto il ventaglio delle categorie speciali, da quelle senza voto, a quelle a voto limitato o subordinato, a quelle a voto plurimo (su tutti o solo alcuni argomenti); opzioni, peraltro, cui si devono aggiungere quelle modulazioni del voto che non passano per la costituzione di categorie speciali, come appunto le azioni a voto *maggiorato* (art. 127-*quinquies* Tuf) e quelle a voto, per così dire, "*minorato*" (che pure in Italia non ci siamo fatti mancare, stanti i tetti massimi e il voto scalare di cui all'art. 2351, comma 3, c.c.), le quali si spalmano sull'intero corpo votante.

L'unico limite è dato in Italia dalla circostanza che le azioni a voto plurimo (art. 2351, comma 4, c.c.), che sono una *categoria speciale*, e come tale soggetta a ben determinati *equilibri* con le altre categorie di azioni, non possono essere introdotte nelle società quotate (ma possono esserlo nelle altre società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) per evitare **il cumulo** del voto plurimo con il diverso meccanismo del voto maggiorato, stante il timore che la *fluttuanza* del numero totale dei voti esercitabili (in dipendenza del numero dei voti spettanti a ciascuna azione a seconda della durata dell'intestazione in capo ad uno stesso soggetto) possa *compromettere quegli equilibri* tra le diverse categorie di azioni che postulano invece le azioni a voto plurimo, in quanto categoria speciale.

Alert
Corporate - Review

Il tutto rendendo **oltremodo opaco** quel mercato del controllo societario che la disciplina degli emittenti è chiamata invece a preservare.

Il divieto, peraltro, non toglie che in molti casi *nelle stesse società con titoli quotati* si riscontri la presenza delle *stesse azioni a voto plurimo*: vuoi perché emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato, atteso che mantengono le loro caratteristiche e diritti anche dopo la quotazione; vuoi perché si tratta di società quotate risultanti dalla fusione o dalla scissione di società che avevano già emesso azioni a voto plurimo; vuoi perché in entrambi casi, se lo statuto non dispone diversamente, le suddette società possono ricorrere all'emissione di azioni a voto plurimo proprio al fine di preservare il rapporto tra le diverse categorie di azioni in caso di aumento di capitale o di fusioni e scissioni. L'unico limite essendo, appunto, che nei casi suddetti gli statuti non possono prevedere "ulteriori maggiorazioni del diritto di voto" (art. 127-sexies, commi 2 e 3, TUF).

Nulla impedisce, insomma, all'autonomia statutaria di ritagliare l'abito «su misura» per mantenere saldo il controllo delle società quotate italiane, sfruttando l'intero arsenale dei c.d. *Control Enhanging Mechanism* (CEMs), comprensivi dello stesso voto plurimo. Il che significa per esempio, per propiziare la quotazione, poter creare azioni a voto plurimo destinate a rimanere nelle mani del socio imprenditore-fondatore a fronte di quelle ordinarie destinate al mercato (si pensi alle società che abbiano un fondatore "visionario" e cui il mercato riconosca indubbie capacità creative e innovative, tali da legittimare un suo ruolo di guida aziendale) e fare leva, per le quotate, sulla maggiorazione del voto per incentivare la negoziazione delle azioni ordinarie e, al tempo stesso, non compromettere la capacità attrattiva nei confronti degli investitori internazionali, come accadrebbe invece con il voto plurimo.

Vero è che la comparazione giuridica, come la c.d. concorrenza tra ordinamenti, deve farsi **per funzioni** e non per istituti. E ci si dovrebbe domandare, semmai, che cosa resti nel nostro ordinamento della libera circolazione dei capitali una volta che tutto l'arsenale suddetto sia sfruttato a pieno, in tutto il suo potenziale (comprensivo peraltro – sia detto per inciso - della possibilità stessa di combinare i suddetti strumenti, seppure entro certi limiti e a certe condizioni, anche con altri congegni, quali il voto di lista, che è un *unicum* dell'ordinamento italiano; quali l'assegnazione non proporzionale delle azioni, che opera sul diverso fronte dei rapporti tra **conferimenti** e **azioni**; quali gli strumenti finanziari partecipativi dotati di diritti anche amministrativi, che possono consentire la nomina di un preposto indipendente negli organi sociali e via dicendo).

Alert

Corporate - Review

La vera ragione per la quale importanti società quotate italiane hanno spostato e continuano a spostare la sede legale in ordinamenti come l'Olanda non sta affatto, come appare evidente, nella presenza o meno del voto plurimo o maggiorato, le fuoriuscite non essendosi fermate neppure in seguito all'introduzione in Italia della maggiorazione del voto, seguita «a ruota» dal voto plurimo, all'indomani del clamore mediatico suscitato del caso FCA. Sta piuttosto nell'**incertezza del diritto**, ingenerata nel nostro ordinamento dalle continue «riforme» e «controriforme» e soprattutto dall'eccesso di norme, dettate senza curarsi della coerenza dell'ordinamento e men che mai dei reali bisogni di protezione delle imprese o della libera circolazione dei capitali. E, *last but not least*, sta nelle **lungaggini della giustizia** e della **burocrazia**, ingolfate in Italia come in nessun altro ordinamento.

Bene ha fatto, dunque, il legislatore nel D.L. "Rilancio" a fare sparire l'inutile disposizione e bene farà ancora a vigilare affinché il cumulo tra voto plurimo e voto maggiorato nelle quotate non sia "rilanciato" in sede di conversione da qualche provvida "manina" con qualche abile emendamento.

La presente Newsletter ha il solo scopo di fornire aggiornamenti e informazioni di carattere generale.
Non costituisce pertanto un parere legale né può in alcun modo considerarsi come sostitutivo di una consulenza legale specifica.

Prof. Avv. Laura Schiuma, Of Counsel
E: l.schiuma@nmlex.it
T.: +39 06 695181

Per chiarimenti o informazioni potete contattare l'autore oppure il Vostro Professionista di riferimento all'interno dello Studio

www.nunziantemagrone.it