

LA LAW FIRM UGHI NUNZIANTE PROPONE DI REINTRODURRE IN ITALIA UNA CATEGORIA SPECIALE DITITOLI

Torniamo alle azioni a voto plurimo

In tutta Europa sono molto diffuse. Rappresentano uno strumento più trasparente rispetto ai patti di sindacato e alle strutture piramidali, cui fanno ricorso buona parte delle società quotate a Piazza Affari

McCreevy: il principio un'azione, un voto non deve essere assoluto

I titoli speciali fidelizzano i soci e valorizzano il ruolo dell'azionista-imprenditore

In Francia le loyalty share consentono voti multipli se mantenute per 2 anni

DI GIANNI NUNZIANTE*
E MASSIMO RESTINO*

Nell'intervento del 3 ottobre scorso innanzi la commissione affari legali del parlamento europeo, il commissario responsabile per il mercato interno ed i servizi, l'irlandese Charlie McCreevy, ha dichiarato che, al termine dell'ampio dibattito e dei risultati degli studi, anche a livello accademico, condotti sul tema della shareholder democracy, si è giunti alla conclusione che non vi è alcuna necessità che la Ue adotti misure per l'adozione a livello comunitario del cosiddetto *principio proporzionale*, in base al quale a ogni azione non potrebbe che essere attribuito un solo voto, principio meglio noto negli ambienti anglosassoni come *one share one vote*.

Il cambio di rotta è stato dettato dai risultati di uno studio commissionato proprio da McCreevy nel settembre 2006, avente a oggetto l'individuazione delle priorità da sottoporre al legislatore comunitario, in materia di diritto delle società e di corporate governance, al fine di accrescere la competitività delle imprese nella Ue. Lo studio ha proceduto ad analizzare talune forme di deviazione dal principio di proporzionalità - ossia i sistemi di voto plurimo e di voto limitato in base al raggiungimento di determinate soglie di partecipazione al capitale (voto a scalare), le azioni privilegiate senza diritto di voto, i patti parasociali, le partecipazioni incrociate e le strutture societarie di tipo piramidale - vigenti in 19 ordinamenti (ivi inclusi tre paesi extra Ue) esaminando la situazione di 464 società europee quotate. Lo studio si è altresì avvalso del risultato di un sondaggio svolto presso gli investitori istituzionali con l'obiettivo di valutare quale ruolo giochi il rispetto del prin-

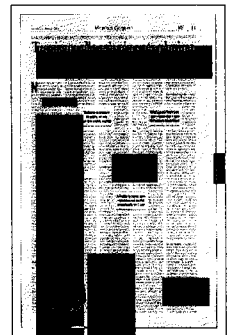
cipio di proporzionalità tra capitale e controllo nell'ambito delle loro decisioni di investimento.

Dallo studio si evince che le azioni a voto plurimo sono diffuse in Francia, Gran Bretagna, Svezia, Finlandia, Danimarca, Irlanda, Paesi Bassi Ungheria, Polonia, oltre che in alcuni

paesi extra-Ue come gli Stati Uniti e il Giappone. In quegli ordinamenti però sono previsti alcuni limiti: 1)

un limite al numero di voti attribuibili a ogni azione (per esempio, due in Francia, 10 in Danimarca, Ungheria e Svezia); 2) le azioni a voto plurimo non possono eccedere una certa percentuale del capitale sociale; 3) i diritti di voto plurimo vengono limitati qualora si tratti di delibere dell'assemblea dei soci per le quali siano richieste maggioranze qualificate (Danimarca, Finlandia, Svezia). Le azioni a voto plurimo sono previste nel 50% dei paesi esaminati, mentre la percentuale delle società considerate nello studio che le utilizza effettivamente varia in modo significativo da paese a paese, passando dal 5% della Gran Bretagna al 55% della Francia (per esempio, sono previste nello statuto della Lvmh, Société Générale, Danone, Total, Sanofi-Aventis, Carrefour, Axa) e all'80% della Svezia (tali categorie di azioni sono previste per esempio nello statuto di Ericsson, Electrolux, Volvo, Tele2, Atlas Copco, H&M).

Le azioni a voto plurimo rispondono a diversi tipi. In Svezia, per esempio, le società ricorrono all'emissione di due categorie di azioni: le azioni B, che danno diritto a un solo voto, e le azioni A che danno diritto a dieci voti per azione. Lo stesso sistema vale per la Finlandia e la Danimarca, ove le azioni B sono quotate e le azioni A possono anche non essere quotate. In Finlandia poi alle azioni A possono essere attribuiti un numero di voti pari a dieci volte quello attribuito alle azioni B (senza l'applicazione quindi del limite massimo di dieci voti). In Francia, invece, sono particolarmente diffuse azioni (*loyalty shares*) alle quali è attribuito un voto multiplo solo qualora detenute dall'azionista, senza soluzione di continuità, per un determinato periodo di tempo stabilito dallo statuto (non inferiore a due anni). Considerato che il diritto di voto multiplo è in questo caso attribuito al possessore e non incorporato nel titolo azionario lo stesso non può essere trasferito. Tali azioni non costituiscono pertanto una categoria speciale di azioni e, se trasferite, il



cessionario non potrà che esercitare un solo diritto di voto per ciascuna azione. Questo sistema è risultato poco trasparente, in quanto non è immediata la conoscenza di quanti siano i voti esercitabili di volta in volta dal socio in quanto non dipende dal numero di azioni possedute bensì dal tempo di detenzione delle stesse da parte del titolare. Ciò costituisce inoltre un ostacolo per le scalate, anche nell'ipotesi in cui sia lo stesso titolare a voler cedere il controllo. Un ulteriore disincentivo al successo delle scalate risiede poi nel fatto che non costituendo le *loyalty shares* una categoria speciale di azioni, in ipotesi di opa obbligatoria l'offerente sarebbe obbligato ad offrire lo stesso prezzo a tutte le azioni, anche a quelle al cui titolare è attribuito il voto plurimo, senza poter offrire a quest'ultimo un prezzo superiore.

A parte questi limiti, è però palese la funzione che possono svolgere le azioni a voto plurimo nell'ambito dell'organizzazione societaria: rappresentano uno strumento di fidelizzazione del socio e di coinvolgimento dello stesso nei piani di sviluppo della società a medio-lungo termine, come per le *loyalty shares* francesi. Consentono inoltre di valorizzare il ruolo del socio-imprenditore con particolare riguardo alle società di stampo familiare, dove il mantenimento del potere di controllo, nonostante la detenzione di una partecipazione di minoranza, seppure qualificata, varrebbe da incentivo ad aprire il capitale a investitori esterni al nucleo familiare e ad assicurare al contempo la continuità della gestione e la conservazione del manager-chiave provenienti dal nucleo familiare. Le azioni a voto plurimo rappresentano, inoltre, uno strumento capace di attirare gli investitori interessati al raggiungimento di obiettivi di crescita e di profitto nel medio-lungo periodo disincentivando gli investimenti di tipo meramente speculativo, il cui solo interesse è quello di spingere il management a realizzare profitti di breve periodo. Anche in assenza di azioni a vo-

to plurimo, alcuni azionisti hanno fin qui potuto comunque eludere il principio di proporzionalità tra il capitale ed i diritti di voto attraverso altri strumenti: le strutture societarie piramidali, i patti parasociali, il *leasing* azionario, le operazioni di prestito titoli, l'utilizzo di contratti a termine e di derivati. Tutti caratterizzati da un certo grado di opacità in quanto il mercato può venirne a conoscenza solo in modo indiretto e mediato. Come appunto in Italia, dove, in presenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, le società fanno ricorso massiccio ai patti parasociali quale strumento per rafforzare il controllo, con una percentuale del 40% contro il 15% della Francia, il 5% della Svezia, della Finlandia e della Gran Bretagna mentre gli stessi non sono diffusi in Germania, Lussemburgo, e Danimarca. Lo stesso discorso vale per l'adozione di strutture piramidali, presenti nel 45% delle società italiane, contro il 25% della Francia ed il 15% della Germania, mentre tali strutture sono poco utilizzate in Gran Bretagna, Irlanda, Danimarca e Finlandia. E non vi è dubbio che le azioni a voto plurimo, rispetto a tali ulteriori strumenti di rafforzamento del controllo, sono certamente caratterizzate da un più elevato grado di trasparenza.

Le scelte del legislatore italiano in sede di riforma del diritto societario per la struttura finanziaria delle società di capitali sono state improntate al principio dell'*inherent right to self organization* e alla valorizzazione dell'autonomia statutaria. In sede di riforma si è previsto che «la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie (art. 2348 c.c.)» e questo principio di libertà vale a ribadire che la specialità del contenuto delle diverse categorie di azioni è ora disancorato dalla tipologia di privilegi predeterminati normativamente; come invece era in passato, e che lo stesso contenuto non si esaurisce neanche in quello delle nuove categorie di azioni speciali in-

trodotte in sede di riforma (azioni correlate, azioni senza diritto di voto o con voto limitato a taluni argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative, azioni con diritto di voto limitato a una misura massima a prescindere dall'entità della partecipazione o con diritto di voto a scalare al raggiungimento di determinate soglie partecipative, azioni riscattabili da parte della società o dei soci). Sono consentite persino le cosiddette *hybrid securities*, strumenti finanziari partecipativi forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti, il cui contenuto è interamente demandato all'autonomia statutaria.

Non è quindi agevole comprendere la scelta del legislatore italiano di mantenere inalterato il divieto di emettere azioni a voto plurimo, operante dalla riforma del codice del 1942. Storicamente, si spiegava così: «Sganciata provvidamente

l'attività produttrice delle interferenze bancarie ed eliminate nel nuovo sistema di economia controllata le avventurose velleità di scalate, il sistema del voto plurimo, che fu volta a volta un comodo strumento di dominio o un necessario mezzo di difesa, non ha più un' apprezzabile funzione» (relazione n. 955 al codice civile). Ma l'art. 11 della direttiva europea sull'opa (2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004) prevede una regola di neutralizzazione, prescrivendo espressamente che «i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa» e che «quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75% o più del capitale con diritto di voto [...], i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione». In tal modo viene neutralizzato quel potenziale effetto difensivo delle azioni a voto plurimo che poteva essere considerato quale fattore di inefficienza del funzionamento del mercato.

In conclusione, i risultati dello studio richiesto dal commissario europeo McCreëvy provano che non vi è alcuna prova decisiva in merito alla sussistenza di un nesso causale tra gli strumenti di rafforzamento del controllo societario (ivi comprese le azioni a voto plurimo) e i risultati economici e l'efficienza dei sistemi di governance. A questo punto non può che sottoporsi a revisione critica la scelta (se scelta è stata) del legislatore italiano di mantenere inalterato, in sede di riforma del diritto societario, il divieto di emettere azioni a voto plurimo o se, al contrario, non sia ora il caso, anche alla luce dei risultati degli studi comunitari sul tema, di mettere in discussione il dogma del principio dello *one share one vote*. (riproduzione riservata)

** Studio legale Ughi e Nunziante*

