

AVEVA RAGIONE ENRICO C.

di

Debora Cremasco

I. PREMESSA.

Siamo convinti che il conflitto societario sia endemico in tutte le realtà organizzate per l'esercizio collettivo di un'attività economica. Siamo però anche convinti che sia possibile prevenirlo e ridurne gli effetti quando si sia attenti alle regole di funzionamento sociale. Sotto questo aspetto, molteplici sono le possibilità offerte dall'ordinamento, in particolare dopo la riforma del diritto societario del 2003, per controllare il governo delle società e sottrarlo ai capricci e alle liti tra soci. Si pensi, in tal senso, alla possibilità per le s.p.a. chiuse, come per quelle quotate, di stipulare patti parasociali, così come di utilizzare apposite clausole statutarie per dare efficacia reale agli accordi tra soci (ad esempio il voto di lista, le categorie speciali di azioni dotate di - o a cui vengono sottratti - particolari diritti amministrativi, i limiti statuari all'esercizio del diritto di voto, ecc.).

Sino all'estate del 2014, in linea generale, non era però possibile emettere azioni che permettessero di esprimere nell'assemblea più di un voto. Vigeva, infatti, il principio di correlazione rischio-potere, *one share one vote*, secondo cui il diritto di incidere sul governo della società è proporzionale al concreto rischio assunto dal socio con l'investimento nel capitale della medesima. Ma, con il c.d. Decreto Competitività (d.l. 24.6.2014 n. 91, convertito con L. 11.8.2014 n. 216) è stata introdotta, anche nel nostro ordinamento, la

possibilità di emettere azioni a voto plurimo nelle società chiuse e azioni a voto maggiorato nelle società quotate.

Si è molto discusso sull'opportunità di questa scelta, vigorosamente difesa dal suo promotore, Mucchetti, il quale prima di essere parlamentare era e resta un giornalista economico di valore.

La *ratio* delle nuove disposizioni che ad un primo approccio possono apparire simili (in entrambi i casi viene attribuito un maggior numero di voti rispetto alla partecipazione azionaria) è però ben diversa.

L'introduzione della maggiorazione del voto nelle società quotate è tesa a disincentivare gli investimenti azionari di breve termine con scopo meramente speculativo a vantaggio di investimenti di medio-lungo periodo da cui può derivare, oltre che una riduzione della volatilità dei corsi azionari, una stabilizzazione degli indirizzi di governo dell'impresa ed un maggior controllo della amministrazione. In tal senso, la disposizione in esame si colloca nello stesso solco del meccanismo premiale che attribuisce un dividendo maggiorato ai "soci fedeli" (d.lgs. 27 del 2010).

Per le società chiuse il ricorso alle azioni a voto plurimo ha, invece, quale obiettivo quello di aumentare la gamma di strumenti utilizzabili per incentivare gli investimenti nel capitale di rischio e raccogliere nuove risorse, anche senza un'eccessiva diluizione del gruppo di controllo, in tal modo favorendo i processi di quotazione.

Vediamo, dunque, sinteticamente in che cosa consistono le novità normative.

II. LE AZIONI A VOTO MAGGIORATO DELLE SOCIETÀ QUOTATE.

Nelle società quotate, la nuova formulazione dell'art. 127 *quinquies* del Testo Unico della Finanza (TUF) permette di attribuire un diritto di voto maggiorato (sino al massimo di due voti) a ciascuna azione, emessa dalla società e detenuta dal medesimo soggetto per un

periodo continuativo di almeno ventiquattro mesi a decorrere dall'iscrizione in apposito registro.

Con delibera Consob del 19 dicembre 2014 n. 19084, è stato dunque introdotto nel Regolamento Emittenti (regolamento Consob n. 11971/1999) il nuovo art. 143 *quater* che disciplina il contenuto minimo del suddetto registro che deve includere i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione, il numero delle azioni per le quali l'iscrizione è stata richiesta, con l'indicazione dei vincoli e dei trasferimenti ad esse relativi, nonché la data di iscrizione al medesimo elenco.

In apposita sezione, l'emittente dovrà indicare i dati degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto, il numero delle azioni con voto maggiorato e la data da cui decorre la maggiorazione.

II.A. Obblighi informativi.

L'emittente che preveda la maggiorazione dei voti ovvero l'emissione di azioni a voto plurimo (nei limiti di cui si dirà *infra*) sarà soggetta, ai sensi del comma 4 *bis* dell'art. 85 *bis* del Regolamento Emittenti, a specifici obblighi di informativa nei confronti del pubblico e della Consob, in relazione all'ammontare complessivo dei diritti di voto ed al numero di azioni che compongono il capitale.

Inoltre ai soci che ne facciano richiesta debbono essere messe a disposizione le informazioni contenute nel suddetto elenco speciale, mentre sul sito internet dell'emittente dovranno essere pubblicati i dati identificativi degli azionisti che abbiano richiesto l'iscrizione nell'elenco e che siano titolari di partecipazioni in misura rilevante ai sensi dell'art. 130 del TUF.

II.B. Parità di trattamento degli azionisti e perdita della maggiorazione in caso di trasferimento azionario

La maggiorazione del diritto di voto spetta con parità di trattamento, a tutti gli azionisti aventi i requisiti richiesti. In tal modo, l'incremento del diritto di voto non viene legato al titolo, ma al socio, o meglio, alla detenzione azionaria del socio. Di conseguenza, è stato previsto che la cessione delle azioni a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengano azioni a voto maggiorato in misura superiore al 2% (al 5% nel caso di PMI) determini la perdita della maggiorazione.

Salvo diversa disposizione statutaria, la maggiorazione del voto viene invece conservata, in caso di successione *mortis causa* (ovvero di fusione o scissione del titolare societario) e si estende alle azioni di nuova emissione, rinvenienti da un aumento di capitale a titolo gratuito.

Proprio per la parità di trattamento dei soci che le caratterizza, le *loyalty shares* non costituiscono una categoria speciale di azioni, come espressamente confermato dal quinto comma dell'art. 127 *quienquies* TUF. L'introduzione nello statuto della possibilità di attribuire alle azioni un voto maggiorato non determina pertanto il diritto di recesso dei soci non consenzienti.

II.C. Computo dei voti

L'ottavo comma del nuovo art. 127 *quinques* del Tuf, chiarisce che “*la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale*”.

Mentre per la maggior parte dei diritti amministrativi legati alla titolarità di una determinata quota di capitale non rileva il numero dei voti connessi a tale partecipazione, per le società quotate i cui statuti consentano la maggiorazione del voto o l'emissione di azioni a voto plurimo, il primo comma dell'art. 120 del TUF, come modificato dal Decreto Competitività, prevede che per capitale sociale, ai fini della determinazione del parametro per il computo della soglia prevista per gli obblighi di informativa circa le

partecipazioni rilevanti ed i patti parasociali, debba intendersi “*il numero complessivo dei diritti di voto*”.

Analogamente, la soglia ai fini dell’OPA obbligatoria fa riferimento, ai sensi dell’art. 44 *bis* del Regolamento Emittenti, al numero complessivo dei diritti di voto comunicati dall’emittente. Al riguardo, va segnalato che è stato previsto l’obbligo di OPA anche nel caso in cui il superamento della soglia rilevante avvenga per effetto della maggiorazione del voto.

III. LE AZIONI A VOTO PLURIMO DELLE SOCIETÀ NON QUOTATE.

Il nuovo quarto comma dell’art. 2351 del codice civile dispone che “*lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative*”.

È dunque possibile per le società non quotate emettere azioni che diano diritto ad esprimere sino a tre voti ciascuna, in tutte le assemblee ovvero, a seconda delle scelte statutarie, solo quando siano posti in decisione particolari argomenti o quando si verificano determinate circostanze.

Dunque, senza modificare strutturalmente la composizione del capitale e dell’assemblea, sarà possibile per le società poter contare per alcune materie (ad es. la nomina degli amministratori o l’approvazione del bilancio) o al sopravvenire di determinate circostanze (ad esempio la produzione di perdite o il superamento di una determinata soglia di indebitamento) su una maggioranza solida.

Tale nuova formulazione, come si è detto, pone definitivamente fine al principio di una azione un voto, al collegamento proporzionale tra azioni detenute e voto esercitabile, superando il timore immanente di una eccessiva concentrazione del controllo societario¹.

Ad onor del vero, va detto, che già la riforma del 2003 aveva, da un lato, superato il principio della connessione tra voto ed azione attribuendo il diritto di voto anche agli strumenti finanziari e, dall'altro lato, con l'emissione di categorie di azioni con voto limitato (in tutto o in parte), finito per garantire proporzionalmente un peso maggiore alle azioni ordinarie. Analogamente, anche lo scaglionamento ed i limiti all'esercizio del voto (attraverso l'introduzione di soglie all'espressione del medesimo) finivano per dare un maggior peso alle azioni non soggette a tali clausole.

Va peraltro segnalato che il legislatore non ha previsto, nel caso di emissione di azioni a voto plurimo, limitazioni o altre disposizioni a favore delle minoranze come ad esempio un limite all'espressione del voto "aggiuntivo" per determinate materie ovvero la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie al venir meno della situazione che ne aveva giustificato l'emissione; o ancora la necessità di specifiche relazioni a supporto e giustificazione dell'emissione delle azioni in oggetto.

III.A. Quorum assembleari per l'emissione delle azioni a voto plurimo e diritto di recesso.

La scelta di emettere azioni a voto plurimo può ovviamente avvenire sia in sede di costituzione della società che nel corso della vita della medesima.

Se la scelta interviene *ab origine* da parte di tutti i soci, non si pongono evidentemente questioni in relazione alla possibile compromissione dei diritti dei soci non beneficiati dal maggior diritto di voto. Analogamente, nel caso in cui in sede di costituzione della società

¹ Peraltro, anche le strutture di controllo piramidale, da sempre considerate legittime, finiscono per consegnare il governo delle società nelle mani di chi indirettamente detiene una minoranza, anche esigua, del capitale della società oggetto di controllo.

venga delegata al consiglio di amministrazione la successiva emissione di azioni a voto plurimo (stabilendone le modalità, i termini ed i quantitativi massimi).

Più complesso è invece il caso dell'introduzione della clausola statutaria che consenta l'emissione di azioni a voto plurimo nel corso della vita della società.

Innanzitutto va evidenziato che per le società costituite successivamente all'entrata in vigore della norma, tale delibera dovrà essere assunta, salve diverse disposizioni statutarie, in prima convocazione con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale ed in seconda convocazione con la presenza di almeno un terzo del capitale ed il voto favorevole di almeno due terzi del capitale presente secondo quanto previsto dagli artt. 2368 e 2369 c.c.

Per le società iscritte al Registro delle Imprese alla data del 31 agosto 2014, invece, la maggioranza assembleare necessaria per l'introduzione della previsione statutaria, è innalzata ai due terzi del capitale rappresentato in assemblea sia in prima che in seconda convocazione, secondo quanto disposto dall'art. 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, così come modificato dal d.l. 91/2014.

Ai soci che non hanno concorso alla delibera volta all'introduzione nello statuto della possibilità di emettere azioni a voto plurimo ed alla successiva emissione di tali azioni, spetta il diritto di recesso per tutte o parte delle azioni possedute. Si deve peraltro ritenere che il diritto di recesso spetti anche nel caso in cui alla modifica statutaria non faccia immediato seguito l'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo (decisione che concretamente impatta sui diritti di voto, diversamente dalla sola modifica statutaria), atteso il tenore del primo comma, dell'art. 2437, lett. g) che prevede la facoltà di recesso del socio qualora vi siano *“modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione”*.

È evidente dunque che, salvo il caso di società di nuova costituzione, la disciplina in esame troverà applicazione prevalentemente in società chiuse a ristretta base sociale, dove

sia possibile ottenere il consenso di tutti i soci ovvero dove l'impatto finanziario dell'esercizio del recesso dei soci dissenzienti sia poco rilevante.

III.B. Diritto d'opzione.

Come è noto, l'articolo 2441 del codice civile prevede che le azioni di nuova emissione debbano essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero di azioni possedute e che solo laddove l'interesse della società lo esiga, il diritto di opzione possa essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento del capitale.

Poiché è evidente che se tutti i soci esercitassero l'opzione e sottoscrivessero l'aumento di capitale divenendo titolari di azioni a voto plurimo verrebbe meno il vantaggio all'emissione stessa della categoria speciale, atteso che i rapporti di partecipazione rimarrebbero inalterati, è presumibile che le emissioni di azioni a voto plurimo siano generalmente prospettate con l'esclusione del diritto di opzione.

Si ritiene che laddove vi sia un interesse della società, sia possibile emettere azioni a voto plurimo escludendo o limitando il diritto di opzione, mentre gli amministratori dovranno illustrare nell'apposita relazione le ragioni dell'esclusione o della limitazione ed i criteri di determinazione del prezzo di emissione².

III.C. Computo dei diritti di voto ai fini assembleari e diritti amministrativi diversi dal voto.

Quanto alle possibili problematiche connesse ad un capitale parzialmente composto da azioni a voto plurimo si segnala innanzitutto il tema della formazione dei quorum costitutivo e deliberativo delle assemblee.

È evidente, infatti, che nonostante il disposto dell'art. 2368 del codice civile, in tema di costituzione dell'assemblea, che stabilisce che l'assemblea ordinaria sia regolarmente

² In relazione a tale fattispecie, si segnala il rischio di un possibile abuso di maggioranza laddove l'assemblea deliberasse l'attribuzione del voto multiplo alle sole azioni di una parte dei soci.

costituita in prima convocazione con la presenza di almeno la metà del capitale sociale e che l'assemblea straordinaria deliberi con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale, laddove non si tenesse conto nella determinazione dei quorum costitutivo e deliberativo del numero di voti connessi alle azioni il senso stesso delle azioni a voto plurimo potrebbe venire meno.

Diversa soluzione si ritiene invece applicabile in relazione ai diritti sociali connessi al possesso di una determinata porzione di capitale sociale come, ad esempio, per la richiesta di rinvio dell'assemblea (art. 2374 c.c.), per la richiesta di convocazione e per l'impugnazione delle assemblee (artt. 2367 e 2377 c.c.), per la denuncia al collegio sindacale ed al Tribunale di gravi irregolarità nella gestione (artt. 2408 e 2409 c.c.).

Poiché tali diritti sono per legge connessi alla titolarità della porzione di capitale sociale e non al numero di voti esercitabili in assemblea, si deve ritenere che il voto plurimo, così come la maggiorazione nelle società quotate, non incida sui diritti amministrativi diversi dal voto spettanti in forza di determinate aliquote di capitale.

IV. AZIONI A VOTO PLURIMO E SUCCESSIVA QUOTAZIONE.

Mentre nelle società già ammesse alla negoziazione è vietata l'emissione di azioni a voto plurimo (art. 127 *sexies*, comma 1, TUF), è invece consentita la conservazione di tale categoria di azioni se emesse prima della ammissione della società ad un mercato regolamentato (art. 127 *sexies*, comma 2, TUF).

Inoltre, mentre lo statuto della società quotate non può prevedere ulteriori maggiorazioni a favore di singole categorie di azioni, è consentita, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, l'emissione di azioni a voto plurimo in caso di aumenti gratuiti di capitale ai sensi dell'art. 2442 c.c. ovvero di fusione o scissione.

I nuovi strumenti forniti dal legislatore dovrebbero permettere alle società di attrarre investimenti stabili e favorire il ricorso ai mercati regolamentati, ma potrebbero avere come contro partita la tendenza a conservare il governo delle società nelle mani dell'attuale gruppo di controllo. D'altra parte l'utilizzo delle azioni a voto plurimo e di quelle di fedeltà a voto doppio, potrebbero vincere le resistenze alla quotazione.

La permanenza delle azioni a voto plurimo emesse ante quotazione costituisce sicuramente un vantaggio ed un incentivo per i titolari di tali azioni. Non solo perché esse non saranno più emettabili post quotazione, ma soprattutto perché non sono legate al periodo di possesso, possono attribuire fino a tre voti (e non solo il doppio), e perché il maggior diritto di voto segue l'azione ed è dunque trasferibile.