

L'abolizione del principio "un'azione - un voto". Analisi comparata di una rivoluzione copernicana

22 Luglio 2015

ELSA, Pietro Lopreiato

Introduzione

Il testo del decreto-legge 24 giugno 2014 n. 91, così come convertito dalla legge di conversione 11 agosto 2014 n. 116, ha introdotto clamorose novità nel frazionamento del capitale delle società per azioni, quotate e no, nonché nelle strategie di controllo degli *assets* societari. Novità che, già parte della dottrina, ha indicato come "la rivoluzione copernicana" del Diritto societario italiano.

I pilastri della riforma varata in materia sono due:

- modifica dell'articolo 2351 del Codice Civile: abolizione del previgente terzo comma che vieta la possibilità di emettere azioni a voto plurimo;
- modifica dell'articolo 127-quinquies TUF (Testo Unico sull'intermediazione finanziaria): possibilità di attribuire negli statuti delle società per azioni quotate un voto maggiorato, con un numero massimo di due, per ciascuna azione posseduta per un certo periodo di tempo.

Le differenze intercorrenti tra "azioni a voto plurimo" ed "azioni a voto maggiorato" riguardano non soltanto le compagini societarie cui afferiscono - le prime si ritrovano nelle società per azioni non quotate, mentre le altre nelle S.p.A, quotate - ma anche le condizioni che necessitano per la loro emissione. Il requisito del possesso prolungato di pacchetti azionari, ad esempio, costituisce pre-condizione per l'emissione di azioni a voto maggiorato e ciò non è un caso. La considerazione del legislatore, infatti, è tutta volta al mantenimento della stabilità sul controllo delle quote di maggioranza di società quotate, così da poter scoraggiare "scalate temerarie" da parte di azionisti non del tutto votati al bene della società.

Le modifiche così apportate ai documenti sopra menzionati si sono rese necessarie, a detta di molti, in conseguenza di numerose istanze sollevate dal mondo degli investitori. In particolare, la quotazione del gruppo FCA a Wall Street, nonché la scelta di Londra come sua sede sociale, è stata giustificata proprio con la maggior flessibilità che l'ordinamento inglese riserva alla gestione degli *assets* societari.

Gli Stati Uniti e le scelte di FCA

In realtà le scelte del gruppo italiano ex-Fiat non debbono indurre a ritenere che il principio "un'azione-un voto" sia del tutto disatteso; anzi, accade proprio il contrario. La deviazione da tal regola, considerata come norma di *default*, è infatti prevista su espressa volontà delle parti e ben si salda con le regolamentazioni che le borse americane hanno voluto imporre. La competizione tra i vari listini d'America (Nyse, Nasdaq, Amex) ha infatti portato a diverse modifiche dei rispettivi *listing standards* tali da ammettere l'emissioni di azioni *dual-class* (alias, a voto plurimo).

L'evoluzione compiuta dagli States e che ha portato ad un quadro normativo stabile non è risultata priva di controversie, anche giudiziarie, e di frizioni sollevate *in primis* dalla SEC (Security and Exchange Commission), la Consob americana. La prassi che andava infatti affermandosi, dal 1900 in poi, era non solo quella dell'emissione di azioni con pluralità di diritto di voto, ma anche di pacchetti azionari senza

diritto di voto, in grado di assicurare un controllo pur mantenendo partecipazioni di minoranza del capitale. Ad una prima stretta dell'autorità garante, mediante la promulgazione nel 1988 della *Rule 19c-4*, era poi seguita una pronuncia sulla libertà di concorrenza e sui poteri dei vari listini della Corte d'Appello del *District of Columbia*.

Ad oggi, i dati rivelano come le principali società americane che abbiano adottato azioni *dual-class* siano prevalentemente società appartenenti al settore dei media (ad esempio, Washington Post, News Corporation). Anche Google e Facebook annoverano nei propri statuti l'emissione di azioni *dual-class*, emesse in passato in concomitanza con la procedura di IPO (Initiative of Public Offer) idonea ad avviare la quotazione in borsa di una società.

Il caso francese e le *loyalty shares*

L'ordinamento francese ammetteva la possibilità per gli statuti delle società di emettere azioni a voto plurimo fino al 13 novembre 1933. In seguito a tal data, con una legge modificativa del *Code de Commerce*, anche la Francia abbracciava il principio "*one share – one vote*". Ad oggi, l'autonomia contrattuale delle parti, principio sacro per il Diritto societario, ammette anche nell'ordinamento francese la emissione di azioni a voto maggiorato, pur, tuttavia, in presenza di alcune condizioni.

La proporzionalità tra possesso di pacchetti azionari ed esercizio del diritto di voto in assemblea, nonché il possesso prolungato di azioni in capo ad un unico soggetto, sono requisiti necessari per la concessione delle *loyalty shares*, al pari di quanto accade in Italia, con la stessa politica del diritto prima illustrata, in merito all'articolo 127-quinquies del TUF.

La verifica di questi requisiti è tuttavia più rigorosa rispetto a quella operata in Italia. Dispone infatti l'articolo L225-124 del *Code de Commerce* che il voto doppio decade quando l'azione viene convertita al portatore o trasferita in proprietà. In caso invece di successione, fusione o scissione societaria, il trasferimento non comporta la decadenza dal diritto di voto.

L'esperienza tedesca

Ispirato da una ideologia simile a quella riscontrabile nei casi appena esaminati, ma che porta a risultati del tutto differenti è l'esperienza tedesca. La possibilità di prevedere azioni a voto multiplo per le società quotate è radicalmente esclusa dalla *Aktien Gesetz* (la legge che disciplina le società per azioni nell'ordinamento tedesco). Vigge pertanto la regola "*one share-one vote*".

In merito alla società per azioni non quotate, invece, è sempre possibile introdurre deroghe all'esercizio del diritto del voto, salvo limitazioni su eventuali deroghe a tali pacchetti azionari emessi, nonché possibilità di emetterne di nuovi. Le delibere sull'eliminazione o l'implementazione di detti privilegi sono infatti regolate dai seguenti principi:

- consenso che deve essere espresso dai titolari delle azioni a voto plurimo;
- approvazione di una maggioranza del 75% della compagine societaria.

Conclusioni

La ricerca qui condotta testimonia un dato essenziale e forse scontato ad un anno dalla riforma che ha concesso la possibilità di emettere azioni a voto multiplo: la certezza del venir meno del dogma "*one share – one vote*", per anni simbolo di stabilità e certezza nei rapporti tra gli azionisti. Con la consueta tecnica della normazione di *default* propria del Diritto societario e rispettosa dell'autonomia contrattuale delle parti, è infatti possibile predisporre una vasta gamma di strumenti, tipici e atipici, per poter esercitare il controllo su di una compagine sociale. L'introduzione di azioni a voto multiplo è di certo uno di questi strumenti.

Introduzione

Il testo del decreto-legge 24 giugno 2014 n. 91, così come convertito dalla legge di conversione 11 agosto 2014 n. 116, ha introdotto clamorose novità nel frazionamento del capitale delle società per azioni, quotate e no, nonché nelle strategie di controllo degli *assets* societari. Novità che, già parte della dottrina, ha indicato come “la rivoluzione copernicana” del Diritto societario italiano.

I pilastri della riforma varata in materia sono due:

- modifica dell'articolo 2351 del Codice Civile: abolizione del previgente terzo comma che vieta la possibilità di emettere azioni a voto plurimo;
- modifica dell'articolo 127-quinquies TUF (Testo Unico sull'intermediazione finanziaria): possibilità di attribuire negli statuti delle società per azioni quotate un voto maggiorato, con un numero massimo di due, per ciascuna azione posseduta per un certo periodo di tempo.

Le differenze intercorrenti tra “azioni a voto plurimo” ed “azioni a voto maggiorato” riguardano non soltanto le compagini societarie cui afferiscono - le prime si ritrovano nelle società per azioni non quotate, mentre le altre nelle S.p.A, quotate - ma anche le condizioni che necessitano per la loro emissione. Il requisito del possesso prolungato di pacchetti azionari, ad esempio, costituisce pre-condizione per l'emissione di azioni a voto maggiorato e ciò non è un caso. La considerazione del legislatore, infatti, è tutta volta al mantenimento della stabilità sul controllo delle quote di maggioranza di società quotate, così da poter scoraggiare “scalate temerarie” da parte di azionisti non del tutto votati al bene della società.

Le modifiche così apportate ai documenti sopra menzionati si sono rese necessarie, a detta di molti, in conseguenza di numerose istanze sollevate dal mondo degli investitori. In particolare, la quotazione del gruppo FCA a Wall Street, nonché la scelta di Londra come sua sede sociale, è stata giustificata proprio con la maggior flessibilità che l'ordinamento inglese riserva alla gestione degli *assets* societari.

Gli Stati Uniti e le scelte di FCA

In realtà le scelte del gruppo italiano ex-Fiat non debbono indurre a ritenere che il principio “un'azione-un voto” sia del tutto disatteso; anzi, accade proprio il contrario. La deviazione da tal regola, considerata come norma di *default*, è infatti prevista su espressa volontà delle parti e ben si salda con le regolamentazioni che le borse americane hanno voluto imporre. La competizione tra i vari listini d'America (Nyse, Nasdaq, Amex) ha infatti portato a diverse modifiche dei rispettivi *listing standards* tali da ammettere l'emissione di azioni *dual-class* (alias, a voto plurimo).

L'evoluzione compiuta dagli States e che ha portato ad un quadro normativo stabile non è risultata priva di controversie, anche giudiziarie, e di frizioni sollevate *in primis* dalla SEC (Security and Exchange Commission), la Consob americana. La prassi che andava infatti affermandosi, dal 1900 in poi, era non solo quella dell'emissione di azioni con pluralità di diritto di voto, ma anche di pacchetti azionari senza diritto di voto, in grado di assicurare un controllo pur mantenendo partecipazioni di minoranza del capitale. Ad una prima stretta dell'autorità garante, mediante la promulgazione nel 1988 della *Rule 19c-4*, era poi seguita una pronuncia sulla libertà di concorrenza e sui poteri dei vari listini della Corte d'Appello del *District of Columbia*.

Ad oggi, i dati rivelano come le principali società americane che abbiano adottato azioni *dual-class* siano prevalentemente società appartenenti al settore dei media (ad esempio, Washington Post, News Corporation). Anche Google e Facebook annoverano nei propri statuti l'emissione di azioni *dual-class*, emesse in passato in concomitanza con la procedura di IPO (Initiative of Public Offer) idonea ad avviare la quotazione in borsa di una società.

Il caso francese e le *loyalty shares*

L'ordinamento francese ammetteva la possibilità per gli statuti delle società di emettere azioni a voto plurimo fino al 13 novembre 1933. In seguito a tal data, con una legge modificativa del *Code de Commerce*, anche la Francia abbracciava il principio “*one share – one vote*”. Ad oggi, l'autonomia contrattuale delle parti, principio sacro per il Diritto societario, ammette anche nell'ordinamento francese la emissione di azioni a voto maggiorato, pur, tuttavia, in presenza di alcune condizioni.

La proporzionalità tra possesso di pacchetti azionari ed esercizio del diritto di voto in assemblea, nonché il possesso prolungato di azioni in capo ad un unico soggetto, sono requisiti necessari per la concessione delle *loyalty shares*, al pari di quanto accade in Italia, con la stessa politica del diritto prima illustrata, in merito all'articolo 127-quinquies del TUF.

La verifica di questi requisiti è tuttavia più rigorosa rispetto a quella operata in Italia. Dispone infatti l'articolo L225-124 del *Code de Commerce* che il voto doppio decade quando l'azione viene convertita al portatore o trasferita in proprietà. In caso invece di successione, fusione o scissione societaria, il trasferimento non comporta la decadenza dal diritto di voto.

L'esperienza tedesca

Ispirato da una ideologia simile a quella riscontrabile nei casi appena esaminati, ma che porta a risultati del tutto differenti è l'esperienza tedesca. La possibilità di prevedere azioni a voto multiplo per le società quotate è radicalmente esclusa dalla *Aktien Gesetz* (la legge che disciplina le società per azioni nell'ordinamento tedesco). Vigge pertanto la regola “*one share-one vote*”.

In merito alla società per azioni non quotate, invece, è sempre possibile introdurre deroghe all'esercizio del diritto del voto, salvo limitazioni su eventuali deroghe a tali pacchetti azionari emessi, nonché possibilità di emetterne di nuovi. Le delibere sull'eliminazione o l'implementazione di detti privilegi sono infatti regolate dai seguenti principi:

- consenso che deve essere espresso dai titolari delle azioni a voto plurimo;
- approvazione di una maggioranza del 75% della compagine societaria.

Conclusioni

La ricerca qui condotta testimonia un dato essenziale e forse scontato ad un anno dalla riforma che ha concesso la possibilità di emettere azioni a voto multiplo: la certezza del venir meno del dogma “*one share – one vote*”, per anni simbolo di stabilità e certezza nei rapporti tra gli azionisti. Con la consueta tecnica della normazione di *default* propria del Diritto societario e rispettosa dell'autonomia contrattuale delle parti, è infatti possibile predisporre una vasta gamma di strumenti, tipici e atipici, per poter esercitare il controllo su di una compagine sociale. L'introduzione di azioni a voto multiplo è di certo uno di questi strumenti.

TAG: *società per azioni, Diritto societario*

Avvertenza

La pubblicazione di contributi, approfondimenti, articoli e in genere di tutte le opere dottrinarie e di commento (ivi comprese le news) presenti su Filodiritto è stata concessa (e richiesta) dai rispettivi autori, titolari di tutti i diritti morali e patrimoniali ai sensi della legge sul diritto d'autore e sui diritti connessi (Legge 633/1941). La riproduzione ed ogni altra forma di diffusione al pubblico delle predette opere (anche in parte), in difetto di autorizzazione dell'autore, è punita a norma degli articoli 171, 171-bis, 171-ter, 174-bis e 174-ter della menzionata Legge 633/1941. È consentito scaricare, prendere visione, estrarre

copia o stampare i documenti pubblicati su Filodiritto nella sezione Dottrina per ragioni esclusivamente personali, a scopo informativo-culturale e non commerciale, esclusa ogni modifica o alterazione. Sono parimenti consentite le citazioni a titolo di cronaca, studio, critica o recensione, purché accompagnate dal nome dell'autore dell'articolo e dall'indicazione della fonte, ad esempio: Luca Martini, La discrezionalità del sanitario nella qualificazione di reato perseguibile d'ufficio ai fini dell'obbligo di referto ex. art 365 cod. pen., in "Filodiritto" (<https://www.filodiritto.com>), con relativo collegamento ipertestuale. Se l'autore non è altrimenti indicato i diritti sono di Inforomatica S.r.l. e la riproduzione è vietata senza il consenso esplicito della stessa. È sempre gradita la comunicazione del testo, telematico o cartaceo, ove è avvenuta la citazione.