

# *Parte I*

## *Saggi*

- *Marco Lamandini*, Azioni e diritto di voto nella riforma delle banche popolari
- *Michele Perrino*, Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme
- *Giuseppe Alberto Rescio*, Tetti di voto, tetti di partecipazione



# Azioni e diritto di voto nella riforma delle banche popolari [\*]

Marco Lamandini

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Opportunità di un mero rinvio alla dottrina sulla riforma e qualche dato fattuale preliminare. – 3. La trasformazione obbligatoria in s.p.a. e l'adesione piena (salvo il regime transitorio) al modello ponderale per le popolari maggiori è disciplina proporzionata all'obiettivo di interesse generale perseguito? – 4. Il tetto di voto "speciale" di cui all'art. 1, 2°-bis comma della legge 24 marzo 2015, n. 33 alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia. – 5. Il rapporto tra il tetto di voto "speciale" e la disciplina generale dei tetti di voto di cui all'art. 2351 c.c.

## 1. Premessa

Il tema della riforma delle banche popolari, e in particolare quello della trasformazione obbligatoria in s.p.a. per le popolari di maggiore dimensione, è divenuto purtroppo – unitamente al tema della gestione delle crisi bancarie e dell'intervento pubblico in relazione allo *stock* di crediti in sofferenza accumulatosi nei bilanci bancari a seguito della poderosa crisi economica in atto – una questione assai poco "tecnica" e molto "ideologica" o, comunque a spiccata "valenza politica". Vorrei sottrarmi del tutto a condizionamenti di quest'ultima natura e cercare viceversa di concentrare la mia analisi su di un piano squisitamente tecnico-giuridico. In questa prospettiva la domanda che mi pongo è tripla:

a) da un lato, se la trasformazione obbligatoria da cooperativa a s.p.a. al fine di favorire il ricorso al mercato del capitale di rischio, evidentemente disposta sul presupposto che l'applicazione del voto ponderale e la contendibilità del controllo fossero condizione necessaria per attrarre grandi investitori, costituisse davvero una scelta senza alternative, o comunque quella più proporzionata, considerando, da una parte, che la società azionaria, anche quotata, manifesta di recente molteplici deviazioni dal principio ponderale e di apertura alla contendibilità del controllo e,

[\*] Testo della relazione svolta al Convegno di studi organizzato dall'Università di Siena su "La riforma delle banche popolari: analisi e prospettive", Siena, 22 e 23 gennaio 2015.

dall'altra parte, che lo statuto generale della cooperativa avrebbe consentito già un, seppur ben delimitato, ricorso al principio ponderale mediante gli strumenti di cui all'art. 2526 c.c., la cui emissione viene non a caso autorizzata ora dal 2° comma dell'art. 150-*bis* (come introdotto dall'art. 1, 1° comma, lett. *d*) della legge 24 marzo 2015, n. 33);

b) dall'altro lato, se la previsione dell'art. 1, 2° comma, che prevede un singolare regime transitorio in punto di “tetto di voto” sia compatibile e in quali limiti con la giurisprudenza della *CGUE* in tema di diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali;

c) infine, che tipo di relazione sussista tra il regime speciale del “tetto di voto” testé richiamato e il regime generale di cui all'art. 2351, 3° comma, c.c., reso applicabile come è noto anche alle società che fanno ricorso al mercato di rischio dal c.d. “decreto competitività” (d.l. 24 giugno 2014, n. 91 convertito nella legge 11 agosto 2014, n. 116).

## **2. Opportunità di un mero rinvio alla dottrina sulla riforma e qualche dato fattuale preliminare**

Conviene, a me sembra, concentrarsi esclusivamente su questa, seppur articolata, domanda, dal momento che un'analisi approfondita della riforma (anche in punto di azioni e voto) è già ampiamente disponibile in letteratura [1], sicché è sufficiente fare ad essa rinvio. Del pari è possibile omettere qui una trattazione generale delle deviazioni dal principio ponderale dell'impresa azionaria e delle tecniche di isolamento della stessa dal mercato del controllo, facendo anche qui semplice rinvio all'ampia letteratura di diritto azionario che tratta dei tetti di voto, magistralmente ripercorsa e discussa assai di recente da Giuseppe Rescio [2], nonché a quella, ormai molto ampia – che riguarda un istituto concettualmente prossimo e che, come ha prima d'ora correttamente rilevato Andrea Sacchi Ginevri [3] potrebbe

[1] V. almeno COSTI, “Verso un'evoluzione capitalistica delle banche popolari?”, *Banca, borsa tit. cred.*, 2015, I, 575, in specie e i molteplici studi raccolti nel volume collettaneo, a cura di CAPRIGLIONE, *La riforma delle banche popolari* (Padova, 2015), *passim* (ove tutti i necessari, ulteriori, riferimenti alla precedente dottrina).

[2] RESCIO, *Tetti di voto, tetti di partecipazione*, *infra*, 294 ss. (studio che riprende e sviluppa la relazione svolta al Convegno di Studi dell'Associazione Gian Franco Campobasso su “Principio capitalistico: *quo vadis?*”, Pescara, 5-6 giugno 2015), ed ivi tutti i necessari ulteriori riferimenti alla precedente dottrina.

[3] SACCO GINEVRI, “La maggiorazione del diritto di voto fra rilevanza della «persona» e centralità dell'«Azione»”, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La riforma delle banche popolari* (Padova, 2015), in specie 223.

prestarsi ad un ampio utilizzo nell'ambito delle popolari soggette a trasformazione obbligatoria – sul voto plurimo e maggiorato [4]. Per accompagnare le considerazioni che seguono può essere invece utile offrire, a mo' di semplice introduzione fattuale al tema degli assetti proprietari e di governo, un'illustrazione sinottica di essi in relazione alle banche popolari soggette a trasformazione obbligatoria quotate (non ho rinvenuto, tuttavia, i dati di UBI Banca) e alle prime tre banche s.p.a. Questi dati di confronto sembrano interessanti dal momento che misurano tutti il grado di dispersione della proprietà e del controllo in realtà d'impresa indipendenti; e la riforma, a mio giudizio, va proprio valutata e misurata (principalmente) in relazione a tale questione. Viceversa, la forma giuridica della popolare non è – né è mai stata – ostacolo *giuridicamente insormontabile* a processi di acquisizione che determinassero la perdita dell'indipendenza, e con essa, della forma cooperativa della banca, beninteso ove la maggioranza dei soci fosse d'accordo con tale esito.

A ciò risponde adeguatamente, dal punto di vista giuridico, l'istituto dell'OPA totalitaria condizionata alla delibera di trasformazione in s.p.a. della banca *target*. Ciò vale quanto dire che, in termini astratti, la necessità o opportunità della trasformazione obbligatoria non deriva, a ben vedere, tanto dalla necessità di rimuovere ostacoli legali alla contendibilità del controllo delle banche popolari nel processo di consolidamento dell'industria bancaria – peraltro il carattere solo facoltativo della regola di neutralizzazione di cui all'art. 104-*bis* t.u.f. e 11 direttiva 2014/25/CE finisce con l'equiparare, sotto il profilo della necessità del voto dell'assemblea straordinaria, nella sostanza modello cooperativo e modello azionario che abbia adottato, del tutto legittimamente, meccanismi statuari di difesa rispetto

[4] V. almeno, SPOLIDORO, "Il voto plurimo: i sistemi europei", *Riv. soc.*, 2015, 134; MARCHETTI, "Osservazioni e materiali sul voto maggiorato", *ivi*, 448 ss.; CARIELLO, "Azioni a voto potenziato, «voti plurimi senza azioni» e tutela dei soci estranei al controllo", *ivi*, 2015, 164 ss.; ID., "Gruppi e minoranze non di controllo: dalla tutela risarcitoria a quella «organizzativa» e «procedimentale» (all'alba delle azioni a voto potenziato)", in questa *Rivista*, 2015, 278; ID., *Un formidabile strumento di dominio. Contrapposizioni teoriche, "battaglie" finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali* (Milano, 2015), *passim*; ABBADESSA, "Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina", in DI CATALDO-MELI-PENNISI (a cura di) *Impresa e mercato. Studi dedicati a Mario Libertini*, I, *Impresa e società* (Milano, 2015), 3 ss.; GUIZZI, "La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica", *Corr. giur.*, 2015, 153; gli interventi di ANGELICI, MONTALENTI, DENOZZA, LIBERTINI e CALANDRA BUONAUORA al seminario "Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA", *Giur. comm.*, 2015, I, rispettivamente 217, 221, 236, 245 e 251 ss.; BIONE, "Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema", *ivi*, 2015, I, 266 ss.; LAMANDINI, "Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto", *ivi*, 2015, I, 491 ss.; VENTORUZZO, "Un'azione un voto: un principio da abbandonare?", *ivi*, I, 512 ss.; ANGELICI-LIBERTINI, "Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso", *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 1 ss.; MARCHISIO, "La «maggiorazione del voto» (art. 127-quinquies TUF): ricompense al socio «stabile» o trucage del socio di controllo", *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 78 ss.; TEDESCHI, "Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto", *Società*, 2015, 1073 ss.

alla contesa del controllo, rendendo in tal modo irragionevole ogni disparità di trattamento che volesse far leva sul tipo sociale – quanto piuttosto di assicurare che il governo societario dell’impresa bancaria indipendente non sia “ostaggio” del principio “capitario”.

Il tema, peraltro, della necessità di abbandonare *tout court* il principio “capitario” in ragione della resistenza al cambiamento che esso ha, talora, in concreto manifestato sul piano del ricorso al mercato dei capitali e del governo societario [5] (e, talora, in via di mero fatto, sul piano del riconoscimento di una maggiore *voice* agli investitori istituzionali e delle aggregazioni volontarie “tra pari” [6] è suscettibile di una lettura ambivalente: all’aneddotica empirica non corrisponde infatti un’univoca diagnosi nella letteratura bancaria. Quest’ultima infatti non sembra identificare alcuna correlazione tra rischiosità di una banca e voto “capitario” e tra capitalizzazione di una banca e voto “capitario”. È sufficiente rinviare qui – con sguardo europeo – ai lavori di Ferri, Kalmi e Kerola [7] che mostrano come le banche cooperative non abbiano risultati di *performance* peggiori delle s.p.a. né prima né dopo la crisi finanziaria ed economica in atto e di De Jonghe e Oztekin [8] che trovano come, malgrado il minor accesso ai capitali esterni, la capitalizzazione delle banche cooperative non è inferiore a quella delle s.p.a. Il *trade off* tra diversità bancaria, capitalizzazione e sana e prudente gestione è dunque tutt’altro che pacifico; la diversità bancaria offre anzi, in genere, un importante contributo alla resilienza complessiva del sistema. E l’osservazione empirica mostra come banche a voto “capitario” esistono – e continuano ad esistere – anche se di maggiori dimensioni, ad esempio in Francia, Germania, Austria, Olanda e Finlandia ed esse non evidenziano negli stress test della BCE esiti mediamente peggiori rispetto al cam-

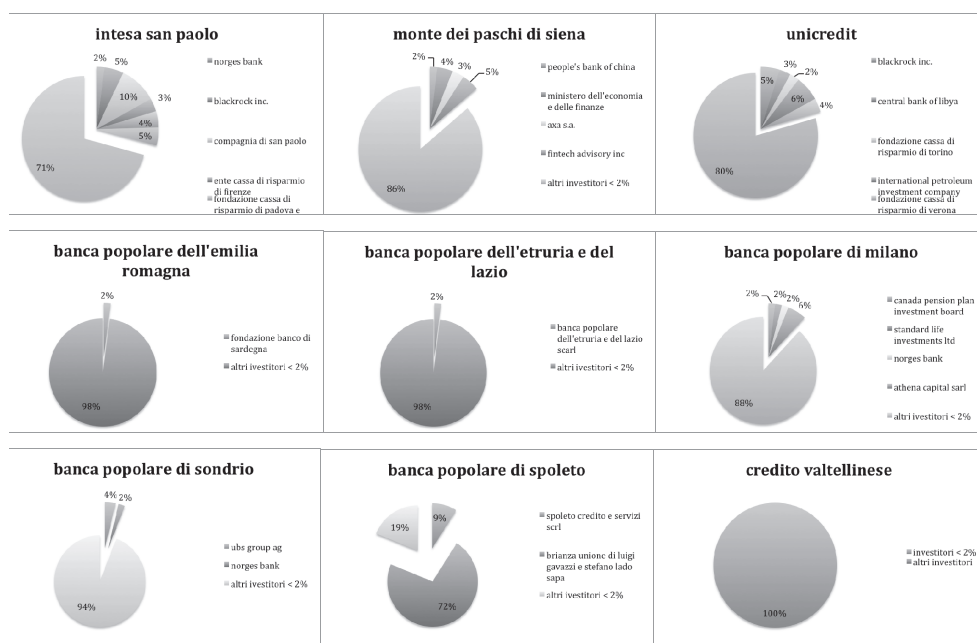
[5] S. Rossi, *Audizione nell’ambito dell’istruttoria legislativa sul disegno di legge C. 2844 di conversione in legge del decreto-legge n. 3 del 2015, recante misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*, Commissioni riunite Finanza e Attività produttive, Camera dei Deputati, Roma, 17 febbraio 2015, 4-7 del dattiloscritto.

[6] Sulla resistenza al cambiamento manifestata da Banca popolare di Milano, in particolare in relazione a modifiche statutarie dirette a dare maggiore rappresentatività agli investitori istituzionali, v. BODELLINI, “L’eterno dilemma della corporate governance della Banca popolare di Milano”, *Contr. impr.*, 4-5, 2014, 1157; MARASÀ, “Governo e controllo delle banche popolari prima e dopo le recenti modifiche del TUB e del TUIF (art. 23 *quater* l. 221/2012)”, *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 517; ROSANO, “La trasformazione delle banche popolari e l’abbandono del c.d. voto capitario”, in CAPRIGLIONE (a cura di), *La riforma delle banche popolari* (Padova, 2015), 197, in specie 203.

[7] FERRI-KALMI-KEROLA, “Does bank ownership affect lending behavior? Evidence from the Euro area”, *Journal of Banking & Finance*, 48:194-209, 2014; ID., “Governance and performance: Reassessing the pre-crisis situation of European banks”, *Financial cooperatives and local developments* (Abingdon, Routledge, 2013), 37-54.

[8] “Bank capital management: International evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, 2015, 154-177.

pione delle banche aventi forma di s.p.a. Se poi si osservano gli assetti proprietari comparati popolari/grandi s.p.a. quotate qui di seguito descritti, viene spontaneo domandarsi in che misura assetti coalizionali di controllo minoritario connotati anche da taluni rischi collusivi (suscettibili di rilevare sotto il profilo delle intese, almeno secondo una certa giurisprudenza antitrust) quali risultano dai “paralleli” investimenti di portafoglio dei medesimi investitori istituzionali in più banche tra loro concorrenti (quali sono quelli delle grandi banche s.p.a. quotate) possano presentarsi, sotto il profilo astratto del modello, preferibili e migliori di quelli, ugualmente dispersi ma diversamente tali, delle banche popolari.



### 3. La trasformazione obbligatoria in s.p.a. e l'adesione piena (salvo il regime transitorio) al modello ponderale per le popolari maggiori è disciplina proporzionata all'obiettivo di interesse generale perseguito?

Renzo Costi [9] ha prima d'ora – e, a me sembra, correttamente – osservato come la riforma dello statuto della banche popolari abbia “da un lato, incrementato gli strumenti di patrimonializzazione e di buon governo e, dall'altro lato, concesso



[9] COSTI (supra, n. 1), 586.

una libertà di trasformazione in società per azioni che l'ordinamento precedente non prevedeva" e come, sotto questo angolo visuale, il giudizio sulla riforma debba essere positivo. "Più incerto invece il giudizio per quanto concerne l'obbligo imposto per legge alle grandi banche popolari di abbondare la forma cooperativa". Qui infatti, osserva giustamente Costi, sarebbe preferibile che il confronto fra l'efficienza di un modello e quella di un altro fosse riservato al mercato, che dovrebbe essere in grado di espellere i modelli organizzativi inefficienti, sicché a tal fine sarebbe bastato eliminare i vincoli alla trasformazione che prevedeva il precedente testo dell'art. 31 t.u.b. Mi pare che a questa giusta osservazione se ne possano aggiungere due.

a) L'impressione che la riforma abbia prescelto uno strumento forse non del tutto proporzionato rispetto all'obiettivo (dichiarato) di assicurare una maggiore capitalizzazione delle popolari maggiori sembra, anzitutto, trovare conferma nel fatto che, in un eccesso di rigidità semplificatoria ispirata verosimilmente da un (malinteso) principio di precauzione, la trasformazione obbligatoria è disposta per tutte le popolari il cui attivo superi gli 8 miliardi di Euro. Nessuna deroga è prevista per le popolari che, pur superando tale valore dell'attivo, soddisfino già pienamente tutti i requisiti prudenziali in materia di fondi propri o, quantomeno, che presentino consistenze del patrimonio di vigilanza allineate ai migliori della classe, adottandosi come riferimento quella delle banche s.p.a. Come mai? Vi sono forse preoccupazioni prospettiche di tenuta patrimoniale del modello che non emergono dagli stress test reiteratamente effettuati negli ultimi anni dalle autorità di vigilanza? O si è finito per "fare di tuttata l'erba un fascio"? È vero che si è dichiaratamente inteso, al tempo stesso che promuovere una più agevole capitalizzazione, rimuovere le condizioni di resistenza al cambiamento nella *governance* delle popolari rappresentate dal voto capitaro: ma questo obiettivo non poteva essere sufficientemente presidiato attraverso le prerogative di governance riservate agli investitori di capitale nelle cooperative ai sensi dell'art. 2526 c.c. e dunque semplicemente autorizzando anche per le popolari il ricorso a tale strumento?

b) La riforma, in effetti, ha, adottato, a mio sommo avviso, una soluzione platealmente estrema (a valenza quasi "dimostrativa") che, in quanto tale, sembra peccare sia per eccesso sia per difetto rispetto all'obiettivo legislativo perseguito.

*Per eccesso*, in quanto non spiega perché non fosse sufficiente, in luogo della trasformazione obbligatoria, una soluzione "compositiva" di strumenti alternativi, più articolata e liberale che offrisse l'alternativa, da un lato, della trasformazione volontaria da popolare in società per azioni nei casi in cui il mercato richiedesse quest'ultima forma come condizione per la ricapitalizzazione e, dall'altro lato, dell'emissione da parte della popolare cooperativa degli strumenti finanziari di cui all'art. 2526 c.c. (da declinarsi nella forma di vere e proprie azioni di investimento), nei limiti propri previsti dalla disciplina societaria generale per essi. Tali strumenti,



non a caso ora ammessi per le popolari di minori dimensioni dal 2° comma dell'art. 150-*bis*, possono infatti declinarsi dall'autonomia statutaria in forme corrispondenti alle azioni lucrative, conferendo diritti patrimoniali "di capitale" pieni e diritti amministrativi non minori di quelli che in una società per azioni spettano al socio in presenza di un tetto di voto fissato ad un terzo del capitale sociale. Poiché gli investitori istituzionali si collocano, anche nelle principali banche s.p.a., ben al di sotto di questa soglia, non è facile comprendere perché tali strumenti non avrebbero potuto riscuotere favore da parte degli investitori istituzionali e in che misura, dunque, una simile disciplina non avrebbe consentito il conseguimento dell'obiettivo legislativo perseguito in modo più proporzionato. Proprio al contrario a me sembra che lo avrebbe consentito, e consentito meglio, dal punto di vista tecnico, che non la trasformazione obbligatoria, specie ove si fosse anche previsto – rendendo in questo caso (meritoriamente) obbligatoria la regola di neutralizzazione di cui all'art. 11 della direttiva 2004/25/CE e 104-*bis* t.u.f. – che, il tetto di voto legislativamente fissato nel terzo dei voti spettanti ai soci presenti o rappresentati in assemblea generale decadde automaticamente, e le azioni di investimento emesse dalla popolare si convertissero automaticamente in azioni ordinarie, qualora fosse promossa un'OPA totalitaria sia sulle azioni di investimento emesse ai sensi dell'art. 2526 sia sulle azioni dei soci ordinari emesse ai sensi dell'art. 30 t.u.b., a condizione che l'offerente venisse a detenere, a seguito dell'offerta, una partecipazione almeno pari al 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza.

Ma la riforma pecca, sul punto, anche *per difetto*. Essa infatti omette di farsi carico della circostanza che l'attuale formulazione dell'art. 2351, 3° comma, c.c. consente alle banche società per azioni, anche se fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di fissare tetti azionari, scaglionamenti e altre tecniche di deviazione dal principio "un'azione un voto", le quali – almeno secondo alcuni – possono spingersi fino al punto di adottare, in luogo del metodo ponderale, quello "capitario" [10]. Vi è dunque da chiedersi se davvero ricorra un interesse pubblico sufficiente nel vietare una forma societaria sul presupposto che essa non sia sufficientemente ispirata al principio ponderale da poter essere gradita al mercato dei capitali o possa in ipotesi contrastare con la sana e prudente gestione quando la forma societaria alternativa, preferita ed imposta dal legislatore, è suscettibile di corrispondente deviazione dal medesimo principio ponderale. Né mi pare che, in assenza di previsioni di legge sul punto e *nella neutralità della forma societaria prevista dalla disciplina europea di settore*, la discrezionalità tecnica dell'autorità di vigilanza possa spingersi fino al punto di ritenere tali deviazioni dal principio ponderale in generale

[10] Per tutti i riferimenti, v. ROSSANO (*supra*, n. 5), 205.

contrarie al paradigma della sana e prudente gestione. Potrebbe dunque annidarsi, nell'incompletezza della disciplina di riforma sul punto, un insidioso vizio di illegittimità sia costituzionale sia convenzionale (CEDU) per discriminazione e irragionevolezza.

#### **4. Il tetto di voto "speciale" di cui all'art. 1, 2°-bis comma della legge 24 marzo 2015 n. 33 alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia**

Dubbi di non minor conto mi pare possano nutrirsi in relazione alla previsione dell'art. 1, 2°-bis comma, che prevede un singolare regime transitorio in punto di "tetto di voto". E, qui, la prima questione che si pone, a mio giudizio, attiene al se e in quali limiti tale previsione possa dirsi compatibile con la giurisprudenza della Corte giust. UE in tema di diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali.

Quanto al diritto di stabilimento, è noto che esso può essere invocato – secondo una giurisprudenza della Corte giust. UE tanto consolidata quanto discutibile e discussa [11] – solo a fronte di partecipazioni nel capitale che "conferiscano una sicura influenza sulle decisioni della società e consentano di indirizzarne l'attività" (v. di recente Corte giust. UE, 8 novembre 2012, in causa C-244/11, Commissione/Grecia, punto 21; già prima 10 novembre 2011, in causa C-212/09, Commissione/Portogallo, punto 42 e giurisprudenza ivi citata).

Quanto alla libera circolazione dei capitali, è ben noto – e lo ha utilmente ribadito, di recente, la Grande Sezione della Corte giust. UE, con la sentenza 22 ottobre 2013 nelle cause riunite da C-105/12 a C-107/12, *Essent*, a seguito di un rinvio pregiudiziale che si interrogava sulla compatibilità con il diritto dell'Unione (e correlativamente sul dovere di disapplicazione) di una legislazione nazionale che vieta la vendita di azioni detenute in gestori di sistemi di distribuzione di energia elettrica (c.d. divieto di privatizzazione) – che:

a) in assenza, nel t.f.e.u., di una definizione del concetto di "movimenti di capitale" ai sensi dell'art. 63, § 1, t.f.e.u., la Corte ha riconosciuto un valore indicativo alla nomenclatura dei movimenti dei capitali di cui all'allegato I della direttiva 88/361/CEE del Consiglio del 24 giugno 1988 per l'attuazione dell'art. 67 Trattato CE. La Corte ha quindi dichiarato che costituiscono movimenti di capitale ai sensi dell'art. 63, § 1, t.f.e.u., in particolare gli investimenti c.d. "diretti", ovvero gli investimenti sotto forma di partecipazione ad un'impresa attraverso un possesso di azioni che consenta di partecipare effettivamente alla sua gestione e al suo control-

[11] LAMANDINI, "Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale", in questa *Rivista*, 2012, 491.

lo nonché gli investimenti c.d. “di portafoglio”, ovvero gli investimenti sotto forma di acquisto di titoli sul mercato dei capitali effettuato soltanto per realizzare un investimento finanziario, senza intenzione di influenzare la gestione e il controllo dell’impresa (punto 40 motivazione; v. in precedenza Corte giust. UE, 28 settembre 2006, in causa C-282/04 e C-283/04, Commissione/Paesi Bassi, punto 19; Corte giust. UE, 8 luglio 2010, in causa C-171/08, Commissione/Portogallo, punto 49);

b) in relazione a tali due forme di investimento, devono ritenersi “restrizioni”, ai sensi dell’art. 63, § 1, t.f.e.u., *i provvedimenti nazionali* che possono impedire o limitare l’acquisto di azioni nelle imprese interessate o che possono dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall’investire nel capitale delle stesse (v. già prima, Corte giust. UE, 4 giugno 2002, in causa C-367/98, Commissione/Portogallo, punti 45 e 46; 4 giugno 2002, in causa C-483/99, Commissione/Francia, punto 40; 13 maggio 2003, in causa C-463/00, Commissione/Spagna, punti 61 e 62; 13 maggio 2003, in causa C-98/01, Commissione/Regno Unito, punti 47 e 49; 2 giugno 2005, in causa C-174/04, Commissione/Italia, punti 30 e 31 nonché la già citata Commissione/Paesi Bassi, punto 20); si noti che la restrizione quantitativa all’investimento opera come restrizione non solo nei confronti del potenziale investitore ma anche come restrizione nei confronti dell’emittente, che vede in tal modo ostacolata la propria raccolta di capitali e limitata l’acquisizione delle sue azioni (punto 42 della sentenza, che richiama Corte giust. UE, 21 dicembre 2011, in causa C-271/09, Commissione/Polonia, punti 51 e 52);

c) la libera circolazione dei capitali può essere limitata da una normativa nazionale solamente laddove sia giustificata da uno dei motivi indicati nell’art. 65 t.f.e.u., ovvero da motivi imperativi di interesse generale ai sensi della giurisprudenza della Corte (punto 50 della sentenza; v. anche sentenza 14 febbraio 2008, in causa C-274/06, Commissione/Spagna, punto 35 e Commissione/Polonia, cit., punto 55). Non costituiscono motivi imperativi di interesse generale quelli di “natura puramente economica” (v. già sentenze 16 gennaio 2003, in causa C-388/01, Commissione/Italia, punto 22 e 17 marzo 2005, in causa C-109/04, Kranemann, punto 34), mentre possono essere tali quelli “di ordine economico che perseguono un obiettivo di interesse generale” (emblematica in tal senso la sentenza 11 settembre 2008, in causa C-141/07, Commissione/Germania, punto 60, su cui si tornerà subito *infra*). La tutela dei consumatori costituisce invece un motivo imperativo di interesse generale (v. già sentenze 13 settembre 2007, in causa C-260/04, Commissione/Italia, punto 27; 29 novembre 2007, in causa C-393/05, Commissione/Austria, punto 52 e 18 novembre 2010, in causa C-458/08, Commissione/Portogallo, punto 89).

La relazione tra diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali va dunque colta – secondo la Corte – in un rapporto di specialità reciproca in funzione di una connotazione qualitativa del potere corporativo associato ai diritti conferiti dalla partecipazione; dove il potere sia di “sicura influenza” si applica il solo di diritto

di stabilimento; dove il potere sia più blando, di mera partecipazione effettiva ovvero addirittura di mera partecipazione finanziaria, si applica la libera circolazione dei capitali (v., assai chiaramente, sentenza 21 ottobre 2010, in causa C-81/09, *Idryma Typou*, punto 48; sentenza 28 settembre 2006, in causa C-282/04 e C-283/04, *Commissione/Paesi Bassi*, punti 42 e 43). Entrambe le libertà possono applicarsi solo in quei casi in cui la normativa nazionale fissa restrizioni destinate ad applicarsi indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta, e che dunque possono interessare indistintamente sia la partecipazione di sicura influenza, sia quella effettiva sia quella finanziaria (v. *Commissione/Grecia*, cit., punto 22 e *Commissione/Portogallo*, cit., punto 44; *Commissione/Paesi Bassi*, cit., punto 43, ove l'osservazione che, riscontrata la violazione della libera circolazione dei capitali, se deriva automaticamente anche la violazione del diritto di stabilimento, ove entrambe le libertà vengano in gioco). Ciò porta a concludere, in relazione all'art. 1, 2°-bis comma, che il vaglio con i principi del Trattato vada verosimilmente compiuto in relazione ad entrambe le libertà, giacché il tetto di voto è sì fissato al "5 per cento del capitale sociale" (il che indurrebbe a ritenere applicabile la sola libera circolazione dei capitali), ma con la previsione che è "salva la facoltà di prevedere dei limiti più elevati" (di modo che, ove lo statuto fissasse ad esempio il limite del 20%, a trovare applicazione sarebbe solo il diritto di stabilimento, conformemente a quanto deciso ad esempio in *Commissione/Grecia*, cit., punti 23-25).

Occorre tuttavia domandarsi se, nella specie, si sia effettivamente dinanzi ad un *provvedimento nazionale di natura restrittiva*, in considerazione del fatto che la previsione dell'art. 1, 2°-bis comma, da un lato, non dispone direttamente il tetto di voto ma autorizza l'autonomia statutaria a disporlo, per un periodo transitorio di 24 mesi, in sede di trasformazione obbligatoria e con le procedure previste per la stessa e, dall'altro lato, il diritto societario generale consente, seppur con diverse maggioranze, la previsione di analoghi tetti, senza limiti di durata. La questione mi pare di incerta soluzione ma propenderei per ritenere ipotizzabile la restrizione. Questa conclusione poggia sul seguente ragionamento.

a) Da un lato, la Corte ha di recente mostrato prudenza nel sindacare previsioni statutarie, per quanto fondate su previsioni normative: ciò in particolare emerge dalle due sentenze *Volkswagen* e con particolare chiarezza dalla seconda, nel giudizio di inottemperanza, del 22 ottobre 2013 (*CGUE*, in causa C-95/12, *Commissione/Germania*, in specie punti 24 e 25; v. anche le conclusioni dell'AG Wahl del 29 maggio 2013, punto 20; la prima sentenza è del 23 ottobre 2007, in causa C-112/05). Se ne è desunto, ad esempio da Marco De Nadai [12] in un suo interessan-

---

[12] In [www.marcodenadai.it](http://www.marcodenadai.it). V. anche MOSLEIN, "Compliance with ECJ judgments vs. compatibility with EU law – Free movement of capital issues unresolved after the second ruling on the

te e recente commento alla sentenza (da cui traggio le citazioni che seguono), che misura nazionale restrittiva si abbia solo ove una previsione statutaria di tal natura sia imposta in via imperativa da una norma nazionale ma che, viceversa, ciò non ricorra ove la normativa nazionale sia autorizzativa/dispositiva ma non prescrittiva/imperativa, e rimetta di conseguenza alla libera scelta del privato l'adozione o meno di una misura che pur sia astrattamente idonea a limitare o restringere le libertà fondamentali. Ciò tuttavia lo si è – credo correttamente – affermato essenzialmente con riguardo alle *previsioni statutarie conformi al diritto societario generale*, riconoscendo in tal modo come “nessuna delle disposizioni di diritto societario comune – in sé e per sé considerate – neppure quelle che prevedono la facoltà, il cui esercizio è rimesso all'autonomia negoziale dei soci, di inserire nello statuto delle clausole che alterino il c.d. assetto di default modificando i quorum costitutivi e deliberativi *oppure limitando i diritti di voto esercitabili in assemblea, oppure ancora creando strumenti in grado di spezzare il rapporto di corrispondenza tra entità del capitale posseduto e poteri amministrativi* – può essere qualificata come restrizione della libertà di circolazione dei capitali”. Ciò in quanto “il **diritto societario comune è un sistema a regolazione neutrale**, così definibile in quanto applicabile in un determinato ordinamento nazionale a tutti i soci di tutte le società per azioni, a prescindere dalla loro natura e nazionalità” le quali, non a caso, operano “da parametro per il giudizio di compatibilità delle misure restrittive”.

b) Dall'altro lato, tuttavia, nella sentenza 13 maggio 2003, in causa C-98/01 Commissione/Regno Unito, la Corte era stata chiara, in relazione allo statuto della British Airport Authority (BAA), nel precisare che anche una previsione statutaria (che fissava un tetto di voto al 15%) poteva costituire una restrizione della libera circolazione dei capitali, quand'anche fosse indistintamente applicabile, *qualora non derivasse da “una normale applicazione della normative sulle società”*:

“44. – Una normativa che limiti l'acquisto di partecipazioni, così come fa l'art. 40 dello statuto della BAA, o che restringa in altro modo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di una società o al suo controllo, come è il caso del regime di previa autorizzazione previsto dall'art. 10, n. 2, del detto statuto, costituisce una restrizione della libera circolazione dei capitali.

(... *omissis* ...).

Volkswagen law: Commission v. Germany”, *Common Market Law Review*, 2015, 801-812; SZABADOS, “Recent Golden Share Cases in the Jurisprudence of the Court of Justice of the European Union”, *German Law Journal*, 2015, 16(5); MOLLERS, “The takeover battle Volkswagen/Porsche: the Piëch-Porsche clan-family clan acquires a majority holding in Volkswagen”, *Capital Markets Law Journal*, 2015, 410-430; KAUPA, “A more prudent approach in the «golden share» cases”, *European Law Blog*, <http://europeanlawblog.eu/?p=2015>; GANZA, “Free movement of capital and Golden Shares in Volkswagen: unexpected twist or foreseeable outcome?”, *EU Law Blog*, 2014, [https://blogs.kcl.ac.uk/kslreuropeanlawblog/?p=678#.VpPJ\\_NB95rM](https://blogs.kcl.ac.uk/kslreuropeanlawblog/?p=678#.VpPJ_NB95rM).

47. – Orbene, nella fattispecie, se è vero che le restrizioni in questione riguardanti le operazioni di investimento sono indistintamente applicabili sia ai residenti sia ai non residenti, occorre tuttavia constatare come esse incidano sulla situazione dell'acquirente di una partecipazione in quanto tale e siano dunque idonee a dissuadere gli investitori di altri Stati membri dall'effettuare investimenti di questo tipo e, pertanto, a condizionare l'accesso al mercato (v. anche sentenza in data odierna, causa C-463/00, Commissione/Spagna, Race. 2003, pag. I-4581, punto 61).

48. – L'argomento dedotto dal governo del Regno Unito secondo cui nella fattispecie si tratterebbe unicamente dell'utilizzazione di meccanismi di diritto privato delle società non può essere accolto. Infatti, le restrizioni in questione non derivano da una normale applicazione della normativa sulle società. In forza dell'Airports Act 1986, lo statuto della BAA doveva essere approvato dal Secretary of State, come è effettivamente avvenuto. Alla luce di tali circostanze, lo Stato membro risulta aver agito nel caso di specie nella sua veste di autorità pubblica.

49. – Di conseguenza, occorre affermare che la normativa in questione costituisce una restrizione ai movimenti di capitali ai sensi dell'art. 56 CE. Posto che il governo del Regno Unito ha esplicitamente dichiarato di non volersi avvalere di una giustificazione fondata su eventuali motivi imperativi di interesse generale, non è necessario procedere all'esame di una tale giustificazione”.

Entrambe le posizioni, a ben vedere, sembrano però capaci di comporsi in una soluzione unitaria. Mi pare infatti che per quanto l'art. 1, 2°-bis comma si presenti nella forma di una normativa nazionale dispositiva/autorizzativa e non imperativa, essa deroghi ciò non ostante al diritto societario generale, e vi deroghi in particolare sia rendendo più agevole di quanto non accada secondo il diritto societario generale l'adozione del tetto di voto abbassando il quorum richiesto sia finendo con l'assegnare un'approvazione pubblica (preventiva e per via legislativa) all'adozione di tali tetti di voto, seppur transitori. Ne deriva che questa misura nazionale, a mio giudizio, presenta – sia pure in forma inedita – caratteristiche che ne giustificano la qualificazione quale restrizione alle libertà fondamentali, giacché finisce con il presentare le caratteristiche a tal fine richieste dalla giurisprudenza della Corte, ad esempio in *Idryma Tipou* (causa C-81/09, punti 54-60). Ciò rende necessario un suo esame in relazione ai motivi imperativi di interesse generale che la sorreggono. Un esame che, tuttavia, fatica – almeno a mio modo di vedere – a rintracciare siffatti motivi, non apparendo certamente giustificata da ragioni prudenziali né, in verità, da altre fondate ragioni, seppur di natura economica, di interesse generale. Non si vede infatti quali ragioni potrebbero presentarsi come tali vuoi in relazione ad un regime transitorio il cui orizzonte temporale è di soli 24 mesi vuoi tenuto conto che il diritto societario già conosce e ammette il tetto di voto.

## 5. Il rapporto tra il tetto di voto “speciale” e la disciplina generale dei tetti di voto di cui all’art. 2351 c.c.

Ciò conduce all’ultima questione: quella del rapporto tra tetto di voto “speciale” e disciplina generale di cui all’art. 2351 c.c. La norma speciale vuole e può derogare al diritto societario generale, e, in particolare, vuole e può impedire alle popolari soggette a trasformazione obbligatoria di adottare i tetti di voto ai sensi dell’art. 2351, 3° comma, c.c.? A me pare che la risposta debba essere negativa per tre concorrenti ragioni.

a) Anzitutto, da quanto precede emerge come un’interpretazione comunitariamente conforme possa condurre addirittura alla stessa disapplicazione della disciplina speciale di cui all’art. 1, 2°-bis comma, con conseguente, radicale, venir meno dell’apparente paradosso di una disposizione – per dirla con le parole di Giuseppe Rescio [13] – “che si presenta come autorizzativi ma che in realtà restringe sia sul piano quantitativo (rendendo inammissibile un tetto inferiore al 5%) sia sul piano temporale (sino al 26 marzo 2017) una libertà oggi riconosciuta senza limiti del genere per tutte le altre s.p.a.”.

b) In secondo luogo, un’interpretazione costituzionalmente adeguatrice, ispirata al principio di uguaglianza, mi pare renda evidente l’irragionevolezza dell’eventuale pretesa di escludere l’applicabilità per le sole ex popolari maggiori, trasformate in s.p.a., di una facoltà statutaria ampiamente riconosciuta a tutte le società per azioni, anche se fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, dall’art. 2351, 3° comma, nella sua attuale formulazione.

c) In ogni caso, infine, perché il *proprium* della disposizione transitoria di cui all’art. 1, 2°-bis comma, sembra doversi cogliere nelle facilitazioni deliberative [14] previste per l’inserimento di tale tetto di voto transitorio dal coordinato disposto di tale disposizione con il nuovo art. 31 t.u.b., che consente l’adozione della modifica con una maggioranza ridotta rispetto a quella prescritta per le s.p.a. per le modifiche statutarie. Sarà dunque sempre possibile alla popolare trasformata in s.p.a. adottare i tetti di voto (ivi compresi quelli che prevedono un voto parziale per categorie di azionisti, in cui i legittimati al voto subiscono il tetto in relazione alla loro appartenenza a gruppi variamente determinati: dipendenti, azionisti stabili, azionisti residenti nel territorio in cui opera la società, ecc.) [15] e gli eventuali altri meccanismi di deviazione dal principio “un’azione un voto” che il diritto societario ge-

[13] RESCIO (*supra*, n. 2), 7, nt. 18 (del dattiloscritto).

[14] Ivi compresa la previsione che esclude le partecipazioni eccedenti dal computo ai fini della regolare costituzione dell’assemblea: v. anche qui RESCIO (*supra*, n. 2), 20 (testo e nt. 20).

[15] RESCIO (*supra*, n. 2), 7-8 (del dattiloscritto).

nerale consente, tuttavia secondo le regole ordinarie. Resta da chiedersi se l'eventuale recesso del socio che non abbia concorso all'adozione della delibera resti, anche in tal caso, soggetto alle limitazioni previste dal nuovo 2°-bis comma dell'art. 28, o se tale limitazione, come è probabile, operi anch'essa soltanto in occasione della trasformazione; non mi pare, peraltro che ciò determini di per sé una disparità di trattamento sotto il profilo prudenziale in relazione all'analoga situazione del diritto di recesso spettante nella s.p.a. al socio che non abbia concorso all'approvazione del tetto di voto [16], atteso che un'analoga autorizzazione preventiva dell'autorità di vigilanza alla liquidazione della quota del socio receduto si applica qui, in via diretta e con primato sul diritto nazionale, ai sensi dell'art. 77 del regolamento CRR (Regolamento UE n. 575/2013 del 26 giugno 2013).

[16] Sul tema v. da ultimo LAMANDINI, "Tetti azionari a presidio dell'OPA e diritto di recesso", *Società*, 2015, 1276, ove ulteriori riferimenti.