

Voto

La disciplina incompiuta di voto plurimo e voto maggiorato: legiferare per paura o con un disegno di politica industriale?

di Marco Lamandini (*)

In che misura la nuova disciplina italiana del voto plurimo e del voto maggiorato sarà di (ulteriore) ostacolo alle operazioni di riorganizzazione e consolidamento industriale, specie paneuropeo e quali correttivi è auspicabile introdurre alla disciplina, in sede di esercizio della delega di cui all'art. 19 della legge capitali, per disinnescare questi fattori di divergenza rispetto agli obiettivi prioritari della politica industriale europea?

To what extent will the new Italian rules on multiple voting rights and increased voting rights be a (further) obstacle to pan-European industrial reorganisation and consolidation and what corrective measures should be introduced to the rules, when exercising the delegation referred to in Article 19 of the Capital Law, in order to defuse these factors of divergence and better align the legal framework with the priority objectives of European industrial policy?

Premessa

Le recenti considerazioni del Presidente Draghi al Consiglio Europeo del 17 aprile 2024 (1) che anticipano se non la filosofia, almeno le linee di fondo del disegno del suo rapporto sulla competitività di giugno (e che meriteranno di essere lette avendo a fianco, per i sorprendenti punti di contatto pur nell'ovvia consapevolezza della distanza storica ed economica che li separa, l'undicesimo dei *Federalist Papers* di Alexander Hamilton, quello sulla "Utility of the Union in Respect to Commercial Relations and a Navy" del 1787), così come le pagine del rapporto del Presidente Letta di aprile ("Much more than a market") (2) che sono dedicate, in una linea di continuità ideale con il primo filo conduttore della filosofia riformista del Presidente Draghi, al

necessario consolidamento paneuropeo nei settori della finanza, dell'energia, delle comunicazioni, dei trasporti e della difesa, mentre mostrano in modo impietoso il ritardo che nel presente l'Europa ha accumulato su temi strategici a valenza non solo economica ma anche politica, ci richiamano non solo al coraggio delle scelte ma anche al contributo, per quanto modesto, che il diritto societario può dare nell'offrire sostanza tecnica a queste scelte (non a caso il diritto societario è evocato, seppur per altri aspetti, dal rapporto del Presidente Letta). Ciò trova, a mio modo di vedere, un importante banco di prova nel tema del voto plurimo e maggiorato e ciò offre l'occasione per alcune brevi considerazioni a margine degli artt. 13 e 14, L. n. 21/2024, "a sostegno della competitività".

(*) Il contributo è stato sottoposto, in forma anonima, alla valutazione di un *referee*.

(1) M. Draghi, Speaking note al Consiglio Europeo del 17 aprile 2024, 2: "the first common thread is enabling scale. Our major competitors are taking advantage of the fact that they are

continental. sized economies to generate scale, increase investment and capture market share for the industries where it matters most. We have the same natural size advantage in Europe, but fragmentation is holding us back".

(2) *Much more than a market*, Bruxelles, aprile 2024, 108.

Diritto societario e consolidamento industriale su scala continentale

Da tempo (3) a me è parso di dover segnalare che, sul tema della contendibilità del controllo, sia auspicabile - e forse addirittura necessario, se si vuole perseguire seriamente l'obiettivo (almeno nei settori ora così chiaramente, e giustamente, indicati dai due Presidenti) - che il diritto societario contribuisca con i propri strumenti al conseguimento dell'obiettivo di favorire il consolidamento industriale su scala continentale e che, a tal fine, possano (anche) aversi differenze di regolamentazione per diverse classi di emittenti. In particolare, mi pare che, mentre per i *non financial corporates* e le imprese non infrastrutturali, e in particolare per le PMI e più in generale le imprese destinate ai mercati dei capitali di crescita maggiori spazi di flessibilità e autonomia, anche sul piano del mercato del controllo societario, è verosimilmente opportuno che siano lasciati per vincere la ritrosia dei soci di controllo ad aprire l'impresa al mercato del capitale di rischio anche a costo, per tale via, di rallentare il loro futuro processo di aggregazione e consolidamento con altre imprese (e in questa linea si muove ovviamente la proposta di direttiva sul voto multiplo per le società che chiedano l'ammissione alle negoziazioni su piattaforme alternative, incluso lo *SME growth market* (4) anche se essa, specie nella versione uscita dal trilatero e votata dal Parlamento Europeo il 24 aprile 2024 (5), detta poi una disciplina che a ben vedere non è limitata alle sole PMI e che consente alle società che ne facciano uso di conservare quelle strutture di voto anche in ipotesi di

successiva ammissione della società sui mercati regolamentati), per *financial corporates* e *regulated industries* nei settori strategici delle comunicazioni, energia, trasporti, e difesa che accedono al mercato dei capitali (a differenza che per gli altri emittenti) il conseguimento di una dimensione europea non è ulteriormente procrastinabile, e necessita pertanto di scelte imperative di armonizzazione massima anche sul piano della contendibilità del controllo, ad esempio rendendo imperativa la regola di neutralizzazione dell'art. 11 della direttiva OPA o prevedendo il *compulsory share exchange* quale forma tecnica complementare alla fusione transfrontaliera (6).

Voto plurimo, voto maggiorato e loro effetti sul piano della politica industriale europea

Discutendo dieci anni fa l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato da parte dell'ordinamento italiano (7), osservavo che le novità al tempo introdotte in Italia dai nuovi artt. 127-*quinquies* e 127-*sexies* T.U.F., sollecitavano generali considerazioni di *policy*, che al tempo esprimevo in due proposizioni: a) il riconoscimento del *voto plurimo*, pur potendo favorire la propensione alla quotazione delle azioni da parte dei gruppi di comando e dunque aumentare il numero delle società quotate, costituisce verosimilmente (specie se non accompagnato da adeguate salvaguardie) un fattore di ritardo e di rallentamento dei processi di integrazione e consolidamento industriale europeo dalle conseguenze perniciose specie in una fase di profonda ristrutturazione

(3) V. già M. Lamandini, *L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea*, in *Riv. Società*, 2022, 922; M. Lamandini, *Introduzione ai lavori della sessione "mercato dei capitali"*, al Convegno di Venezia del 10-11 novembre 2023 su *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica* organizzato dalla Rivista delle Società (in corso di pubblicazione); M. Lamandini, *Armonizzazione del diritto delle società*, in *Enciclopedia del diritto*, volume *Società*, diretto da Carlo Angelici con Giuseppe Ferri jr. e Mario Stella Richter (in corso di pubblicazione); M. Lamandini, *Evoluzione storica e prospettive del diritto societario (per un cambio radicale di politica industriale europea)*, relazione al convegno di Sestri Levante del 3-4 maggio 2024 su "Operazioni societarie transfrontaliere e concorrenza tra ordinamenti", organizzato dalla Rivista delle società e CEDIF (in corso di pubblicazione). Quel medesimo obiettivo era già enunciato, ma senza il distinguo riferito alle diverse *industries* (che è il portato storico di un'evoluzione di mercato sospinta dalle imprese innovative a contenuto tecnologico negli anni successivi a quel rapporto), dopo la pubblicazione dell'influente *Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids*, Bruxelles, gennaio 2022 (IP/02/24), in M. Lamandini - B. Dauner Lieb, *Report on the new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field (with particular reference to the recommendations of the High Level Group of Company Law Experts set up by the European Commission)*,

Bruxelles, 2023, discusso nelle sedute del 9 e 22 gennaio 2003 del Parlamento Europeo (e disponibile sul sito del medesimo oltre che in www.lamandini.org); estratti di esso sono pubblicati in *Betriebs Berater*, 2003, 265 e *Der Konzern in Recht und Wirtschaft*, 2003, 168.

(4) COM(2022) 761.

(5) P9_TA(2024)0352 con allegata la posizione adottata dal Parlamento in prima lettura appunto il 24 aprile 2024 P9_TC1-COD(2022)0406.

(6) Negli studi preparatori del gruppo ICLEG della direttiva *corporate mobility* del 2019 era stata invero prevista una norma generale allo scopo (di cui per vero ero stato redattore, e che era alquanto semplice nella struttura, essendo costruita su di un sistema selettivo di rinvii), che tuttavia non confluiva nel testo di proposta di direttiva per il timore che potesse incontrare ostacoli politici alla sua approvazione: su tale istituto e l'auspicabile trapianto dall'esperienza nordamericana (e non solo) all'Europa, v. L. Enriques, *A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange*, in (2013) 35 *U. Pa. J. Int'l L* 541 e *ECL* 2014, 214; M. Lamandini, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 184; Id., *L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea*, in *Riv. Società*, 2022, 922.

(7) M. Lamandini, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, cit.

strutturale dell'industria quale è quella che, per la seconda volta nella storia del capitalismo industriale, la (seconda) globalizzazione ha indotto; b) l'attribuzione di voto plurimo alle c.d. *loyalty shares* può costituire uno strumento (anche) di tutela delle minoranze, ma solo nella misura in cui essa si accompagna ad un regime prudenziale degli investitori istituzionali a lungo termine - e in particolar modo fondi UCITS, fondi pensione e assicurazioni - che detti appropriate regole organizzative e di condotta in ordine all'esercizio del voto nelle società partecipate da tali investitori e riconosca così, in modo espreso, la natura di bene pubblico dell'attività di *stewardship* svolta dagli investitori istituzionali. La tutela delle minoranze conseguibile al verificarsi della condizione suddetta consisterebbe in un prevedibile incremento di efficienza del governo societario, attraverso l'istituzionalizzazione di una funzione *effettiva* di *monitoring* (prudenzialmente vigilata) in capo agli investitori istituzionali che *privilegiano orizzonti di lungo periodo*. Parallelamente, la crescita dell'investimento socialmente responsabile degli investitori istituzionali dovrebbe poter favorire una *governance* della società più *multi-stakeholders* e "*socially oriented*" (8). Aggiungevo che ai vantaggi di natura microeconomica delle *loyalty shares* se ne potevano, a mio avviso, sommare alcuni di politica industriale europea qualora il voto plurimo sia attribuito, come avviene in Francia (ma non nel regime italiano), soltanto a *investitori europei* di lungo periodo. In questo caso le *loyalty shares* possono, da un lato, svolgere un'utile e, mi sembrerebbe, *proporzionata* funzione di promozione e protezione della proprietà europea delle imprese in un contesto di significativa incertezza globale non solo geopolitica, ma anche economica, anche solo a considerare i poderosi processi di globalizzazione finanziaria in atto, e ciò senza tuttavia riesumare pericolose politiche protezionistiche di controllo dei flussi dei capitali che vadano al di là di quanto previsto in tema di *golden power*. Dall'altro lato, nella misura in cui il potenziamento del voto si estingue per effetto della cessione onerosa ma si conserva in caso di fusione (art. 127-*quinquies*, commi 3 e 4, T.U.F.), le *loyalty shares* non necessariamente creano disincentivi ai processi di consolidamento industriale europeo o internazionale nella forma (la fusione) che meglio assicura, invece che l'*exit* finanziario, la permanenza degli investitori di lungo periodo in una base sociale allargata e

l'emersione per tale via di assetti proprietari più europei e internazionali. Notavo al contempo che l'attribuzione del voto plurimo, sia alla categoria delle azioni a voto plurimo consentite ove previste in fase di offerta iniziale e conservate successivamente, sia alle *loyalty shares* determina tuttavia, a fronte di questi *possibili* guadagni di efficienza delle *loyalty shares*, anche taluni svantaggi *certi*.

a) *Sul piano dell'efficienza allocativa*, i voti plurimi moltiplicano il potere del socio o dei soci di controllo e dunque, in assetti proprietari concentrati, consentono l'ulteriore infeudamento del capitalismo familiare (e così la sclerotizzazione degli assetti proprietari). Ciò, *in primo luogo*, *aumenta i rischi di estrazione di benefici privati del controllo* e con esso l'appetibilità per gli investitori istituzionali dell'investimento in tali società. In tal modo le azioni a voto plurimo e le stesse *loyalty shares* rischiano di dissuadere, invece che promuovere, l'apertura del capitale agli investitori istituzionali. *In secondo luogo*, *rispetto al mercato del controllo societario*, tali azioni fanno diminuire il numero delle società contendibili attraverso offerte di acquisto ostili (riducendo in tal modo l'effetto disciplinare di tale strumento di mercato, ove si ritenga che tale effetto sussista), in quanto i voti plurimi finiscono in molti casi con il trasformare un controllo di fatto (se misurato secondo un principio "*one share/one vote*") in un controllo di diritto degli *incumbents*. Ciò rende necessaria la loro adesione a qualunque proposta di acquisto del controllo anche in situazioni in cui, in assenza dell'incremento dei poteri di voto, ciò non sarebbe stato necessario. Benché azioni a voto plurimo e *loyalty shares* in Italia non possano opportunamente convivere, questo effetto di incremento più che proporzionale del potere dei soci di controllo è aggravato nelle ipotesi in cui, benché essi detengano *loyalty shares* e non azioni a voto plurimo, gli altri beneficiari del potenziamento del voto, pur acquisendo il diritto di voto maggiorato, non lo esercitano (come è certamente il caso dell'investitore *retail* e come potrebbe essere il caso degli investitori istituzionali in assenza di adeguate norme prudenziali che disciplinino l'esercizio del voto), in tal modo di fatto rendendo comunque determinante l'influenza degli *incumbents* anche ove essi non dispongano della maggioranza dei diritti di voto. Rendere impossibili o rare le offerte pubbliche di acquisto ostili genera un rischio di ulteriore rallentamento dei già lenti processi di consolidamento

(8) Per considerazioni sulla relazione tra sostenibilità del governo societario e *dual-class shares* v. ora A. Paccès, *Controlling shareholders and Sustainable Corporate Governance: The*

Role of Dual-Class Shares, ECGI Law Working Paper 700/2023, aprile 2023.

industriale favorendo indesiderati comportamenti degli *incumbents* di resistenza al cambiamento suscettibili di pregiudicare in molti casi il conseguimento di dimensioni coerenti con quelle dei mercati e delle esigenze di investimento dei progetti imprenditoriali perseguiti da tali imprese. Conseguono dunque un obiettivo rispetto al quale sono singolarmente allineati gli interessi che si radicano attualmente nelle *constituencies* dei gruppi di comando insediatisi vuoi per via ereditaria vuoi per capacità imprenditoriale nelle imprese azionarie di origine e ispirazione prevalentemente nazionale e nei sindacati che, nella storia degli ultimi decenni, hanno scelto in genere di anteporre la tutela di breve periodo dei posti di lavoro esistenti (in genere minacciati da processi di riorganizzazione industriale) alla promozione di medio e lungo periodo di maggiori investimenti produttivi, anche infrastrutturali, che solo imprese di adeguata dimensione possono assicurare e nuovi posti di lavoro. Entrambe queste *constituencies*, purtroppo, hanno storicamente mostrato una strutturale miopia rispetto agli scenari evolutivi di natura macroeconomica globale e una pervicace resistenza al cambiamento.

b) Il voto plurimo, e in particolare la categoria delle azioni a voto plurimo, può altresì avere significativo impatto *anche sul piano dell'efficienza e dell'equità distributiva*, un tema che la più moderna dottrina economica richiama con forza - e giustamente - al centro del dibattito sulle scelte di politica economica. Infatti, l'introduzione dei voti plurimi trasferisce ricchezza dalle minoranze alle maggioranze. Poiché infatti i diritti di voto hanno un valore e nel caso delle azioni con voto plurimo, ove non siano previste regole legali che determinino la perdita del voto plurimo in caso di cessione onerosa delle stesse (clausole di *sunset* non previste dalla disciplina italiana), i soci di controllo si appropriano del valore incorporato nei voti plurimi. In caso di cessione del controllo, il terzo acquirente sarà sì tenuto a promuovere un'offerta pubblica di acquisto ma il prezzo delle azioni ordinarie dovrà essere determinato in misura diversa da quello pagato per l'acquisto delle azioni a voto plurimo, che attribuiscono un numero maggiori di

voti. Si potrebbe ritenere che il mercato sia in grado di misurare e scontare tale effetto in fase di quotazione, ma ciò postula una davvero ottimistica adesione all'ipotesi di mercato efficiente che trova, mi pare, poca corrispondenza con i mercati reali (9). Non a caso la gran parte delle quotazioni degli ultimi due decenni accompagnate da strutture proprietarie "dual class" sono avvenute in settori in cui l'*incumbent* era in condizione di "cavalcare l'onda" di tendenze di mercato *industry specific* (quella dell'industria tecnologica e degli "over the top") che fanno pensare all'esistenza di una significativa "bolla" di settore, sicché in tale quadro l'effetto di deprezzamento possibile derivante dal voto plurimo è più che compensata comunque dall'effetto rialzistico della "bolla" (10). Un effetto redistributivo può avvenire anche nel caso delle *loyalty shares*, ma, almeno teoricamente, solo in via eccezionale e in casi particolari atteso che il privilegio di voto viene meno al momento del trasferimento a terzi delle azioni (di fedeltà). Qui i beneficiari del potenziamento dei diritti di voto si appropriano più di un *valore di uso* che di un *valore di scambio* e segnatamente del valore che le minoranze non interessate a investimenti di lungo periodo trasferiscono loro, per tutto il periodo in cui gli azionisti di lungo termine detengono *loyalty shares*, mediante la loro scelta di privilegiare opportunità di disinvestimento a breve. La clausola legale di *sunset* impedisce tuttavia, in linea di principio, agli investitori istituzionali di lungo periodo di monetizzare l'effetto moltiplicatore del voto. Certo possono esservi eccezioni: senza voler qui considerare ipotesi patologiche di estrazione di benefici privati connessi a equilibri di *quiet life* o derivanti da scelte opportunistiche indotte da conflitto di interesse, ciò potrebbe avvenire ove i diritti di voto complessivamente detenuti dagli investitori istituzionali di lungo periodo raggiungano soglie tali che, pur inferiori a quelle da cui scatta l'offerta pubblica d'acquisto o da cui deriva il controllo, attribuiscono un effettivo potere di influenza gestionale, sicché chi fosse interessato ad acquisire il controllo sarebbe costretto ad assicurarsi che il prezzo di offerta pubblica di acquisto risulti accettabile a tali

(9) Proprio con riguardo alla determinazione dei prezzi in offerta iniziale, V. R. Daines - M. Klausner, *Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs*, in *Journal of law, economics and organization*, 2001, 83 ss. La considerazione che l'efficienza di mercato costituisca un utile modello teorico che tuttavia ha solo limitata capacità rappresentativa dei mercati reali può dirsi ormai del tutto consolidata nella corrente dottrina economica. Circa i fallimenti di mercato che impediscono anche agli investitori istituzionali (e in particolare ai loro asset manager per i quali si pongono problemi di agenzia non dissimili da quelli societari) di dare il giusto peso e riflettere nel prezzo di acquisto variabili

complesse, come quelle inerenti a questioni giuridiche v. D. Cox - R.S. Thomas, *Letting Billions Slip through Your Fingers: Empirical Evidences and Legal Implications of the Failure of Financial Institutions to Participate in Securities Class Action Settlement*, 58 *Stanford Law Review* 414 (2005).

(10) Per l'osservazione che gli asset manager sono spinti dalle forze di mercato ad assecondare, piuttosto che a contrastare, le tendenze di mercato e dunque hanno un incentivo a "ride the bubble" v. D.C. Langewoort, *The SEC, Retail Investors and the Institutionalization of Securities Markets*, in 95 *Virginia Law Review* 1056 (2009).

investitori. Qui tuttavia il potenziamento del voto, mentre finirebbe con il generare valore per tutte le minoranze indistintamente renderebbe tuttavia, al contempo, più oneroso il cambio di controllo e dunque ostacolerebbe anche per tale via processi di consolidamento industriale e ricambio proprietario.

Le novità introdotte dalla L. n. 21/2024 sulla competitività dei capitali in tema di voto plurimo e voto maggiorato

La legge capitali rafforza oggi ulteriormente sia il voto plurimo sia il voto maggiorato, segnatamente all'art. 13, ove consente l'attribuzione di voti plurimi fino a dieci voti, modificando sul punto l'art. 2351, comma 4, c.c. e all'art. 14 ove arricchisce di disciplina sotto molteplici profili il regime del voto maggiorato, consentendo anche, al comma 2 del modificato art. 127-*quinquies*, che lo statuto possa attribuire voti maggiorati crescenti, in ragione di un voto aggiuntivo in ragione di anno, fino al massimo complessivo di dieci voti per azione. Queste due norme sono state già oggetto di attenta analisi da parte della dottrina italiana, e ad essa conviene rinviare per tutte le necessarie considerazioni esegetiche (11). Desidero invece concentrare qui la mia attenzione su di un profilo al tempo stesso più specifico sul piano della tecnica normativa, ma più generale sul piano della politica del diritto: in che misura la disciplina italiana del voto plurimo e del voto maggiorato crei ostacolo, nella forma del maggior costo per l'acquisizione del controllo o di un maggior rischio di veto da parte di soci minoritari ma titolari della maggioranza dei voti per effetto della moltiplicazione del voto di operazioni di riorganizzazione e consolidamento industriale, anche paneuropeo e quali correttivi è auspicabile introdurre alla disciplina, in sede di esercizio della delega di cui all'art. 19 della legge capitali, per disinnescare questi fattori di divergenza rispetto agli obiettivi prioritari della politica industriale europea.

(11) V. in specie G.A. Rescio, *Gli "azionisti stabili": voto plurimo e voto maggiorato*, relazione al convegno di Roma del 21 marzo 2024 su "La riforma per la competitività dei mercati dei capitali" organizzato da RDS, in corso di pubblicazione su RDS, 2024; E. Barcellona, *I trasferimenti transfrontalieri di grandi società: costi e benefici del trasferimento in Olanda*, relazione al convegno di Sestri Levante del 3-4 maggio 2024 su "Operazioni societarie transfrontaliere e concorrenza tra ordinamenti", organizzato dalla *Rivista delle società* e CEDIF (in corso di pubblicazione); L. Enriques, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, di Sestri Levante del 3-4 maggio 2024 su "Operazioni societarie transfrontaliere e concorrenza tra ordinamenti", (in corso di pubblicazione); già prima L. Schiuma, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, relazione al Convegno di Venezia del 10-11 novembre 2023 su "La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica"

Quali salvaguardie sono necessarie?

La prima questione attiene al valore di scambio che acquisisce, nel regime italiano, il voto plurimo di cui all'art. 13 nell'ipotesi in cui esso permanga anche a seguito della quotazione (come è consentito che accada, se l'introduzione avviene allorché la società non è quotata). Ciò, infatti, fa sì che il voto plurimo non solo rende più difficile il cambio del controllo societario in contesti "non amichevoli", ma lo rende anche molto più costoso, diminuendo in tal modo lo spazio per operazioni di mercato dirette al consolidamento mediante la sostituzione (o la significativa riduzione di influenza) dei soci originariamente a voto plurimo nella società obiettivo. Questo tema si collega, in qualche misura, con quello della previsione o meno di clausole di "tramonto" del voto plurimo, dal momento che un conto è un fattore di rallentamento dei processi di ricambio del controllo funzionali a consolidamento industriale che sia programmaticamente solo transitorio, altro conto un fattore permanente. E su questo tema l'esperienza nordamericana (12) e quella asiatica sono piuttosto divaricate, ma in nessuna di esse la previsione di clausole di "time-based sunset" è legislativamente imposta. Negli Stati Uniti si assiste, pur in una varietà di soluzioni statutarie, ad un uso quantitativamente non trascurabile di clausole che prevedono la scadenza del voto plurimo al decorso di un periodo di tempo, che nell'esperienza varia da 3 a 20 anni e che il *Council of Institutional Investors* reputa congruo se compreso entro il massimo di 7 anni; resta però tuttora controverso se si renda necessario introdurre per legge, quale bilanciamento al voto multiplo, meccanismi di cessazione automatica del voto multiplo al decorso di un certo periodo di tempo o al verificarsi di talune circostanze: una soluzione autorevolmente sostenuta da molti (13) e respinta da altri (14). In Asia (15), mentre ormai Singapore, Hong Kong, Corea del Sud e Cina prevedono, seppur a ben precise condizioni, la

organizzato dalla Rivista delle Società (in corso di pubblicazione); Id., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: considerazioni d'ordine sistematico e ricadute sulla configurazione capitalistica della s.p.a.*, in RDS, 2019, 333.

(12) Per una sintetica visione di insieme, D.T. White, *Delaware's Role in Handling the Rise of Dual-, Multi- and Zero-Class Voting Structures*, 45 *Delaware J. Corp. L.* 141(2020).

(13) L. Bebchuk - K. Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, 103 *Va. L. Rev.* 585, 631 (2017); Id., *The Perils of Small-Minority Controllers*, 107 *Georgetown L. J.* 1453 (2019).

(14) J. Fisch - S. Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets* 99 *Boston Univ. L. Rev.* 1057 (2019).

(15) S. Yop Kang - T. Ling, *Exploring China's Dual-Class Equity Structure: Investor Protection Measures and Policy Implications*, ECGI Law Working Paper 734/2023, September 2023, ove ampi riferimenti anche empirici.

possibilità di adottare “*dual-shares structures*”, non si richiede l’introduzione di clausole di *sunset* ma si prevedono altre salvaguardie di cui si dirà brevemente nel seguito. Il testo della posizione di compromesso della proposta di direttiva europea sulle *Multiple-vote share structures*, all’art. 4, par. 2, prevede come scelta opzionale per gli Stati membri quella di adottare, tra le salvaguardie aggiuntive, disposizioni normative che prevedano che il voto multiplo cessi non solo al verificarsi di taluni eventi, tra i quali il loro trasferimento (art. 4, par. 2, lett. a, c.d. “*transfer-based sunset clauses*”) ma anche per il decorso di un prestabilito periodo di tempo (art. 4, par. 2, lett. b, c.d. “*time-based sunset clauses*”).

Oltre le clausole di sunset? Uno sguardo ad Occidente e ad Oriente

La seconda questione attiene alla computabilità o meno del voto maggiorato e plurimo per le deliberazioni che attengono ad operazioni di riorganizzazione industriale. È qui, a mio modo di vedere, che si annida un rischio per l’Europa. Mentre il tema del consolidamento industriale e finanziario continentale, per ragioni storiche ed economiche, non è più da tempo un problema negli Stati Uniti, in cui si è già largamente compiuto (16), esso lo è certamente in Europa e, per le imprese di nuova quotazione che costituiscono, nella terminologia corrente, “innovatori tecnologici”, potrebbe porsi anche in Asia. Negli Stati Uniti non si prevedono, per quanto mi è dato comprendere dall’esame (certamente incompleto) della letteratura edita che ho potuto verificare, salvaguardie sul piano del voto multiplo in assemblea che evitino di disincentivare le decisioni aziendali di riorganizzazione mediante fusione e acquisizione

(che peraltro, in quell’ordinamento, sono largamente nella disponibilità degli amministratori, di modo che la questione rilevante diviene piuttosto in che misura l’influenza dei titolari del voto multiplo, associata ad una presenza significativa in consiglio, determini, nei singoli casi concreti, effetti sul piano dei doveri fiduciari e della *business judgment rule*, come la *Court of Chancery* del Delaware giustamente osservava già in *Basho Holdco B LLC v Georgetown Basho Inv’rs* (17)) e la previsione, che si riscontra in taluni statuti, del venir meno del voto multiplo per effetto della diluizione della partecipazione del titolare della stessa in modo che essa scenda sotto al 10% (18) non sembra essere percepita come di indiretto ostacolo a processi di fusione. In Asia è invece previsto, *assai significativamente*, che le azioni a voto multiplo esprimano un voto per azione in relazione a talune materie, tra cui le modifiche statutarie (19). Anche la proposta di direttiva europea sulle strutture a voto multiplo prevede salvaguardie obbligatorie rispetto alla competenza deliberativa dell’assemblea per le quali sia prevista una maggioranza qualificata (v. art. 4, par. 1, lett. b), che peraltro introduce un regime opzionale alternativo nel contesto di un regime obbligatorio, perché impone allo Stato membro di adottare almeno una delle diverse salvaguardie previste dalla suddetta lett. b), ma quelle salvaguardie che trovano un corrispondente già nel nostro ordinamento (20) - operano nel senso di impedire che il potere di deliberazione su questi temi spetti esclusivamente ai titolari di voti multipli, nel senso cioè di preservare l’effetto di veto che viene dal possesso di una certa aliquota del capitale; non invece nel senso di impedire che i titolari di una maggioranza costituita con voti plurimi possano, con il loro voto

(16) Si è giustamente sottolineato in letteratura come le odierne esperienze degli Stati Uniti e dell’Unione europea in punto di concorrenza tra ordinamenti societari “sono più apparenti che reali”, dal momento che negli Stati Uniti si è ormai da tempo in presenza di un mercato interstatale integrato e dunque l’ordinamento federale è chiamato al più facile compito di mantenere quel mercato “e questo permette di alleggerire la mano federale sulla barra del timone”, mentre in Europa si è ancora nella fase della costruzione del mercato (*market building*) V. C. Barnard, *Restricting restrictions: lessons for the EU from the US?* in 68 *Cambridge L. J.*, 578 (2009), ricordato da A. Vicari, *Modelli, composizione e nomina degli organi di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in P. Montalenti - M. Notari (a cura di), *Il diritto societario europeo: Quo Vadis?*, Milano, 2023, 232, testo e nt. 17. Per considerazioni in parte analoghe, evidenziando come il mercato del controllo societario europeo riferito alle grandi industrie europee sia strumentale al consolidamento paneuropeo e dunque norme che lo promuovono a livello europeo hanno una giustificazione di mercato interno e di politica industriale europea v. già M. Lamandini - B. Dauner Lieb, *Report on the new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field (with particular reference to*

the recommendations of the High Level Group of Company Law Experts set up by the European Commission), cit. e M. Lamandini, *Equity markets, market efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic perspective. The regulatory conundrum of the ownership structure in an internationally integrated financial market in the wake of directive 2004/25/EC on takeover bids*, in *RDS*, 2008, 384; M. Lamandini, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. Un’ipotesi di lavoro*, in P. Montalenti (a cura di), *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Milano, 2016, 183; M. Lamandini - D. Ramos Muñoz, *EU Financial Law. An Introduction*, Milano, 2016, 360.

(17) C.A. No. 11802-VCL, 2018 WL 3326693, a 31 (Del.Ch. Jul 6, 2018).

(18) V. J. Fisch - S. Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, 1087 (evocando il caso di Yelp, in cui la previsione statutaria ha avuto applicazione concreta nel settembre 2016).

(19) S. Yop Kang - T. Ling, *Exploring China’s Dual-Class Equity Structure: Investor Protection Measures and Policy Implications*, 32.

(20) L. Schiuma, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, 5; G. Ferri jr., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Riv. not.*, 2015, 761.

contrario, impedire fusioni o altre modifiche statutarie funzionali al consolidamento industriale, quando viceversa se si deliberasse secondo il principio “un’azione, un voto” quelle operazioni supererebbero la prova dell’assemblea.

Quali lezioni per il legislatore delegato in Italia?

Che fare, dunque? Il tema è multiforme, come multiformi sono le diverse situazioni concrete in cui voto plurimo e voto maggiorato trovano applicazione, di modo che si raccomanda certo cautela nel formulare giudizi a valenza generale, specie in una situazione in cui l’analisi empirica, già controversa nei suoi esiti quanto ai (non molti) dati osservabili, non può contare su serie storiche adeguate per valutare gli effetti di questi istituti su di un fenomeno, il consolidamento paneuropeo nei settori finanziaria e infrastrutturale strategici per il presente e futuro dell’Europa, che ancora non c’è (e, parallelamente, sul comportamento che gli investitori istituzionali avranno ad assumere su di esso, anche attraverso lo strumento del voto multiplo).

Una modesta proposta per una *major league* di emittenti paneuropei

A me pare tuttavia che il legislatore delegato, pur muovendo dalla limitata prospettiva domestica (e con l’obiettivo di promuovere tuttavia, invece che un *Brussels effect*, un *Italian effect*, come già accadde alla legge Draghi rispetto ai lavori preparatori della direttiva europea in materia di offerte pubbliche di acquisto e come in qualche misura è nuovamente accaduto di recente anche con la proposta di direttiva sulle strutture di voto multiplo (21)) non debba perdere l’occasione storica di riflettere su quali correttivi ai testi vigenti valgono, oltre a dare soluzione ad indesiderabili ambiguità sul piano della certezza del diritto (22), ad evitare il perpetuarsi di situazioni di *entrenchment* delle minoranze di controllo che siano di ostacolo ai processi di consolidamento paneuropeo nelle industrie finanziarie e infrastrutturali. Nel fare questo a me pare giustificato, e proporzionato, che questi correttivi trovino (almeno in questa fase) applicazione solo per le società quotate che operano in questi settori altamente strategici (che

largamente coincidono con quelle che ricadono nel perimetro di applicazione del golden power nazionale), che peraltro, naturalmente, costituiscono la *major league* degli emittenti quotati europei, e così la platea logica di emittenti che a tendere dovrebbero confluire in quello che si attende possa finalmente essere, nel quadro di una Unione dei mercati dei capitali funzionante, il primo mercato continentale genuinamente paneuropeo di Euronext in un prossimo futuro, capace di offrire liquidità e spessore agli scambi comparabili a quelli statunitensi.

One share one vote sulle operazioni di riorganizzazione industriale ...

In questa prospettiva, per facilitare il processo di consolidamento paneuropeo, mi pare si debba riflettere se non si raccomandi che: (a) all’art. 127-*sexies* T.U.F., comma 2, ove è previsto che “le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all’inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti” si disponga, peraltro in linea con quanto già ora prevede l’art. 104-*bis* T.U.F. circa le delibere assembleari aventi ad oggetto misure difensive, che “nei casi di fusione, scissione o trasformazione, anche transfrontaliera, di costituzione di società europea e di aumento di capitale funzionale ad operazioni di aggregazione industriale, nelle assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto”; e (b) analogamente, all’art. 127-*quinquies*, comma 3 si disponga che “nei casi di fusione, scissione o trasformazione, anche transfrontaliera, di costituzione di società europea e di aumento di capitale funzionale ad operazioni di aggregazione industriale, nelle assemblee non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi del presente articolo [127-*quinquies*]”. Per la verità, peraltro, ove si ritenesse possibile condizionare il peso del voto in funzione della direzione di esso, nel senso che il voto resta maggiorato se espresso a favore dei processi di aggregazione, mentre diviene singolo se contrario (o astenuto), la funzione di incentivazione del consolidamento industriale sarebbe ulteriormente amplificata, dal momento che ciò varrebbe ad evitare di depotenziare il voto degli investitori di lungo termine che favoriscano, invece che ostacolare, il processo di crescita continentale.

(21) L. Schiuma, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, 10.

(22) In questo senso, ad esempio, mi sembrerebbe auspicabile un chiarimento se il limite della metà del capitale fissato dall’art. 2351, comma 2, c.c. per le azioni senza diritto di voto o a voto limitato si estenda anche alle azioni a voto plurimo di cui al comma

4: lo ritiene in base ad una interpretazione funzionale, ma che non trova riscontro letterale e sembra dubbia sotto il profilo contestuale, L. Schiuma, *Azioni a voto multiplo, armonizzazione europea e concorrenza regolamentare*, 7, pur dando atto che la prassi sembra orientata in senso difforme.

E nessun indennizzo in caso di *break through!*

Nella prospettiva invece di evitare che il voto plurimo o maggiorato, che viene ora generosamente aumentato nel suo limite massimo da tre a dieci dagli artt. 13 e 14 (seppur in modo diverso nei due casi, e con prospettive applicative diverse, tenuto conto del modesto uso fatto finora in Italia del *grandfathering* del voto plurimo in prima quotazione e viceversa del grande uso fatto del voto maggiorato), finisca per rendere ingiustificatamente onerose le operazioni di offerta pubblica di acquisto con effetti distributivi di ben dubbia corrispondenza al senso di giustizia e di equità sociale, mi pare si raccomandi prevedere - ora che si dettano le regole attributive del diritto, sicché si è ancora in tempo per fissare limiti e condizioni di esistenza dello stesso che evitano il porsi poi del problema dell'obbligo di indennizzo (come tutela necessaria del diritto fondamentale di proprietà, come riconosciuto anche a livello convenzionale e di carta dei diritti fondamentali) in caso di successiva sottrazione o limitazione di prerogative di un diritto originariamente pieno e privo di qualificazioni, come appunto si rese necessario fare all'art. 11, Dir. OPA e all'art. 104-bis T.U.F., comma 5, per i diritti di voto multiplo già esistenti): (a) all'art. 127-sexies T.U.F., comma 2, dopo la parte discussa la paragrafo precedente, si disponga (con previsione imperativa e non dispositiva, a differenza di quanto previsto dall'art. 104-bis) che "quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi dalla società e in esito ad essa l'offerente abbia raggiunto la titolarità della maggioranza 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, a partire dalla prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, e successivamente ad essa le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non ha effetto qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto in qualunque modo previsto a favore dei titolari di azioni a voto plurimo,

senza che l'offerente sia tenuto a corrispondere alcun equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale di mero fatto subito dai titolari delle azioni a voto plurimo"; (b) analogamente, all'art. 127-quinquies, al comma 3, dopo la parte discussa la paragrafo precedente, si disponga (con previsione imperativa e non dispositiva, a differenza di quanto previsto dall'art. 104-bis), che "quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi dalla società e in esito ad essa l'offerente abbia raggiunto la titolarità della maggioranza 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, a partire dalla prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, e successivamente ad essa cessano automaticamente le maggiorazioni di voto spettanti ai sensi del presente articolo [127-quinquies] in relazione al possesso delle azioni maturato ai sensi del comma 1 fino alla data dell'offerta pubblica e tali azioni conferiscono soltanto un voto e non ha effetto qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto in qualunque modo previsto a favore dei titolari di azioni a voto maggiorato, senza che l'offerente sia tenuto a corrispondere alcun equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale di mero fatto subito dai titolari delle azioni a voto plurimo. Successivamente alla chiusura dell'offerta cominciano a decorrere i termini di cui ai commi 1 e 2 del presente articolo, fermo restando che, [in deroga a quanto previsto dal comma 11] ai fini del computo del periodo continuativo *ivi* previsto non rileva il periodo di titolarità ininterrotta prima dell'offerta pubblica". Disposizione, quest'ultima, che mentre ha il pregio di chiarire cosa accada non già alle azioni a voto maggiorato apportate all'offerta (per le quali già dispone l'attuale art. 127-quinquies, comma 5, T.U.F.) ma a quelle non apportate, crea anche un incentivo ai titolari di azioni a voto maggiorato a preferire ad offerte pubbliche ostili fusioni tempestivamente e amichevolmente negoziate, che sono compatibili ai sensi dell'art. 127-quinquies comma 6, con il mantenimento del voto maggiorato.