



*Convegni di studio di Adolfo Beria di Argentineo
su problemi attuali di diritto e procedura civile
della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale*

XXVIII Convegno di studio su
**UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE
E CONCORRENZA TRA STATI**
Courmayeur, 19-20 settembre 2014
Complesso congressuale e cinematografico
Piazzale Monte Bianco

Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto

MARCO LAMANDINI
ordinario di diritto commerciale nell'Università degli Studi di Bologna



FONDAZIONE CRT

MARCO LAMANDINI

**Voto plurimo, tutela delle minoranze
e offerte pubbliche di acquisto (*)**

Un'ipotesi di lavoro

1.- Intendo rivolgere la mia attenzione al voto plurimo e alle c.d. *loyalty shares* nelle società quotate prendendo solo spunto dalle novità introdotte in Italia dai nuovi articoli 127-*quinquies* TUF e 127-*sexies* TUF, senza offrirne una dettagliata analisi (troppo recente essendone l'introduzione e dunque troppo elevato il rischio di una lettura non adeguatamente supportata da adeguate controprove empiriche) ma concentrando piuttosto l'attenzione su più generali considerazioni di *policy*. Desidero in particolare formulare una tesi che costituisce tuttavia, dichiaratamente, *una mera ipotesi di ricerca*, che andrà verificata con robusti dati empirici (e, in relazione alle prove contro fattuali, mediante robusti modelli teorici) e un più ampio corredo di considerazioni di politica economica, di diritto europeo e di finanza (anche comportamentale). La tesi che formulo *come ipotesi di ricerca* è articolata 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 previsioni di *ösunsetö* che facciano venir meno il voto plurimo dopo pochi anni dalla quotazione) un fattore di ritardo e di rallentamento dei processi di integrazione e consolidamento industriale europeo che a me sembra poter avere conseguenze perniciose specie in una fase di profonda ristrutturazione 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 accompagni ad un regime prudenziale degli investitori istituzionali a lungo termine ó e in particolar modo fondi UCITS, fondi pensione e assicurazioni ó 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 espresso, la natura di bene pubblico dell'attività di *stewardship* svolta dagli investitori istituzionali. La tutela delle minoranze conseguibile al verificarsi della condizione suddetta mi pare consista 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 ösocially orientedö*. Ai vantaggi di natura microeconomica delle *loyalty shares* se ne possono, a mio avviso, sommare alcuni di politica industriale europea qualora il voto plurimo sia attribuito, come avviene in Francia (ma non nel nuovo 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 circa gli esiti dei poderosi processi di globalizzazione finanziaria in atto senza tuttavia riesumare pericolose politiche (protezionistiche) di controllo dei flussi dei capitali. 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, TUF), le *loyalty shares* possono favorire processi di consolidamento industriale europeo o internazionale nella forma (la fusione o lo scambio obbligatorio di azioni, ove esso fosse previsto

* Relazione al XXVIII Convegno di studio su *öUnione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra statiö*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.

secondo un recente suggerimento di Luca Enriques¹ anche da noi, come avviene negli Stati Uniti) che meglio assicura, invece che l'exit finanziario, la permanenza degli investitori di lungo periodo in una base sociale allargata e l'immersione per tale via di assetti proprietari più europei e internazionali.

2.- 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* in una prospettiva di tutela delle minoranze e di promozione dell'economia europea e del possibile aumento del numero delle imprese che decidano di accedere al mercato, 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 esercitino (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 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 disinteresse per i modelli morali dell'etica e dell'economia della moderazione, una strutturale miopia rispetto agli scenari evolutivi di natura macroeconomica globale e una pervicace resistenza al cambiamento.

¹ L.Enriques, *A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange*, in *ECL*, 2014, p. 214 e in *35 U.Pa. J. Int'l L* 541 (2013).

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 e viceversa previste nelle più recenti esperienze di *dual class* nordamericane di cui si dirà *infra*), i soci di controllo si appropriano del valore incorporato nei voti plurimi. In caso di cessione del controllo, il terzo acquirente sarà 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 maggiore di voti. Si potrebbe ritenere come è stato infatti sostenuto² - 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 reali³. Non a caso i recenti casi di quotazioni con assetti di controllo a voto plurimo sono avvenuti in settori in cui l'*incumbent* era in condizione di cavalcare l'ondata di tendenze di mercato *industry specific* 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 bolla⁴. Lo strumento dunque si colloca a pieno titolo tra quelli che, per dirla con Marx, favoriscono l'accumulazione infinita del capitale o, come ora scrive correttamente Thomas Piketty⁵ nel suo monumentale lavoro sul capitale nel XXI secolo, costituiscono forze della divergenza ossia della polarizzazione nella distribuzione della ricchezza. Riguardate in questa prospettiva le azioni a voto plurimo costituiscono un esempio emblematico di scelte regolatorie che favoriscono l'ulteriore accumulazione del capitale da parte di una ristretta classe entro quella imprenditoriale e dunque contribuiscono all'ulteriore crescita degli squilibri sociali che, non trovando soluzione in politiche redistributive di natura fiscale adeguate, progressivamente stanno minando la tenuta di lungo periodo delle nostre società. 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 è verosimilmente utile sia a promuovere gestioni coerenti con le aspettative di tali investitori e al tempo stesso processi di riagggregazione industriale che liberino valore per tutti gli azionisti) 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

² L.Enriques, *Intervista, Il Sole 24 Ore*, 26 agosto 2014.

³ 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, p. 83 ss (ne devo la segnalazione ad Alessandro Pomelli). 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); R.Bartlett III, *Do Institutional Investors Value the 10b-5 Private Right of Actions? Evidence from Investor Trading Behaviour Following Morrison v. National Australia Bank* (2012), paper presentato alla Peking University School of Law, novembre 2013, in corso di pubblicazione in *Journal of Legal Studies*, 2014.

⁴ 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).

⁵ T. Piketty, *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge (MA), 2014, *passim*

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, attribuiscano 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 investitori. *Qui tuttavia il potenziamento del voto finirebbe con il generare valore per tutte le minoranze indistintamente* rendendo tuttavia, al contempo, più oneroso il cambio di controllo (e dunque ostacolando anche per tale via processi di ricambio proprietario). Il grado di ricorrenza teorica di simili ipotesi andrà approfondito in relazione a ciascun assetto proprietario mediante una serie di simulazioni. Mi sembra tuttavia verosimile che si potrà trovare che gli investitori istituzionali di lungo periodo avranno ben minori possibilità dei gruppi di comando di monetizzare il valore del voto potenziato attribuito dalle *loyalty shares* di quanto non consentano ai gruppi di comando le azioni a voto plurimo sicché le *loyalty shares* non presentano per gli investitori istituzionali un incentivo di natura economica, almeno in occasione del trasferimento del controllo, capace di compensare i maggiori costi derivanti dalla gestione attiva e non passiva delle partecipazioni.

3.- Non sono ovviamente in grado, oggi, di misurare quantitativamente costi e benefici in termine di benessere sociale delle innovazioni italiane in tema di voto plurimo e mi sembra facile prevedere che l'indagine empirica multidisciplinare a questo scopo necessaria faticherà non poco sia a trovare approdi certi sia a guadagnare ampio consenso. Eppure si è qui al centro, seppure in una prospettiva particolare, al tempo stesso delle dinamiche di allocazione del potere e di attribuzione della ricchezza del sistema capitalistico contemporaneo, del rapporto tra intermediazione finanziaria e organizzazione industriale e dei processi di internazionalizzazione delle imprese resi necessari dall'integrazione europea e dalla globalizzazione dei mercati. Difficile pensare a temi che più di questo ó e di quelli che ad esso sono contigui, in quanto guardano alle forze che spingono e a quelle che si oppongono all'integrazione economica ó esprimono gli interrogativi di fondo non solo del nostro tempo ma anche posti dalla storia del capitalismo industriale (e del diritto societario) dell'ultimo secolo e mezzo. E non a caso sono centocinquanta anni almeno che, anche da noi, ci si interroga sul tema della graduazione del voto nella società azionaria. Se possibile, tuttavia, questi temi hanno guadagnato oggi un'urgenza forse inedita, in bilico come siamo tra spinte all'integrazione (*in primis* europea) e alla redistribuzione pacifica e spinte alla disgregazione (all'infedamento nazionalistico) e alla polarizzazione conflittuale. Lo scopo del mio odierno intervento è tuttavia ben più circoscritto. Non quello di offrire risposte ma quello di formulare *le prime domande (e soltanto alcune delle tante domande possibili)* di un'ipotesi di ricerca che vada nel tempo a proporre e verificare almeno alcune risposte. Nel fare questo muovo, da un lato, dall'ampio, accurato e assai utile Quaderno giuridico Consob (2014) su *La deviazione dal principio un'azione un voto e le azioni a voto multiplo* ó che ha evidentemente ispirato il recente intervento del legislatore italiano con l'art. 20 del d.l. 24 giugno 2014 n. 91 come modificato dalla legge di conversione 14 agosto 2014 n. 116 ó e da una letteratura sia giuridica sia economico-finanziaria assai ricca di contenuti e di storia in Europa e negli Stati Uniti sul tema del voto plurimo. Dall'altro lato, dalle recentissime iniziative legislative italiane e da quelle promosse dall'Unione Europea negli ultimi due anni. Proverò dunque a formulare alcune ipotesi di lavoro in relazione a tali iniziative legislative in un dialogo sincopato (e qui solo accennato) con giuristi, studiosi di finanza e studiosi di *law & economics*.

Dialogando con i giuristi: spunti dalla storia legislativa

4.- Le azioni a voto plurimo costituiscono, come è noto, una particolare categoria di azioni e possono essere, in quanto tali e nel rispetto delle regole organizzative societarie, oggetto di *attribuzione selettiva* entro la compagine sociale. Viceversa le *loyalty shares* costituiscono una peculiare applicazione del principio del voto multiplo, giacché esse non costituiscono una categoria speciale di azioni connotata in ogni momento dall'attribuzione di voti plurimi bensì azioni ordinarie che beneficiano di una clausola statutaria volta a modificare la regola di attribuzione del diritto di voto valevole per tutti i soci, che attribuisce il voto in misura più che proporzionale rispetto al numero di azioni possedute in presenza della condizione della detenzione dell'azione per una durata minima specificata. Mentre le prime sono programmaticamente rivolte al solo fine di rafforzare il potere del socio di controllo, dissociando potere e rischio, le seconde secondo Consob costituiscono nelle intenzioni essenzialmente uno strumento per incentivare l'investimento a lungo termine e, dunque, la presenza di investitori stabili con maggiore potere di *monitoring* e meno orientati allo *short termism*, anche la fine di ridurre la volatilità dei corsi azionari e favorire un più efficiente processo di formazione dei prezzi⁶. Esse trovano il proprio modello normativo, come è ampiamente noto, nel c.d. *vote double* previsto in Francia dall'art. L225-123 del *Code de Commerce*. E si noti che, in Francia, ai sensi dell'art. L225-125, co. 3, la regola del voto doppio trova applicazione solo a favore degli azionisti di nazionalità francese o di uno Stato membro dell'Unione Europea o di uno Stato facente parte dell'accordo relativo allo Spazio economico europeo. Questa previsione è rilevante in una duplice prospettiva.

5.- Da un lato, essa denuncia l'implicita funzione antisalata che l'istituto (seppur con minor brutalità) della categoria delle azioni a voto plurimo) mantiene sicché anche il *vote double* si raccorda concettualmente alle misure di controllo degli investimenti stranieri dettate in Francia con una certa larghezza rispetto ai c.d. settori strategici. I vincoli del Trattato hanno naturalmente imposto di prevedere che il voto doppio spetti a tutti gli azionisti europei (il che ha evidentemente depotenziato la portata sciovinista della misura), ma *sembra evidente l'intento del legislatore francese o ulteriormente rafforzato dalla recente loi Florange del marzo di quest'anno che ne ha prevista l'applicazione di diritto, salvo opt out statutario*⁷ - di rafforzare attraverso il voto doppio il potere societario in primo luogo degli azionisti francesi per come consegnatogli dalla storia. In altri termini, il voto doppio o al di là delle dichiarazioni di principio o non serve solo a promuovere investimenti di lungo termine degli investitori istituzionali *ma anche* (e forse ancor prima) *a rallentare il processo di sostituzione (attraverso offerte di acquisto ostili) delle proprietà francesi*. Sono convinto che uno studio delle nazionalità degli assetti di controllo delle 23 società dell'indice CAC 40 che fanno uso del voto doppio nella loro consistenza al momento dell'introduzione della clausola statutaria ne troverà conferma.

6.- Dall'altro lato, questa circostanza è una vendetta della storia. Nell'ampio e assai interessante dibattito che percorse in Italia i primi decenni del Novecento nella prospettiva della riforma del Codice di Commercio la questione del voto plurimo fu, come è noto, tra quelle centrali (disputandosi allora, *de iure condendo*, circa l'opportunità o meno di conservare la libertà di creazione di una tale categoria di azioni, la cui legittimità in base all'art. 157 e 164 del Cod.Co.1882 la Cassazione aveva riconosciuto con un'importante sentenza, il cui estensore era stato il Presidente De Amelio). Già allora, ma con maggior sincerità, si riconosceva o come si legge nella relazione di Assonime sui primi sedici anni di attività 1911-1927⁸ o che la gravità degli argomenti che si

⁶ S.Alvaro, A.Ciavarella, D.De Eramo, N.Linciano, *La deviazione dal principio di azione o un voto e le azioni a voto plurimo*, *Quaderni giuridici Consob*, gennaio 2014, p. 55

⁷ Legge 2014-384 del 29 marzo 2014, sulla quale v. J.Brosset, N.Cuntz, *Aspects boursiers de la loi Florange: le législateur forge un nouvel arsenal défensif face aux opérations hostiles*, in *Revue de droit bancaire et financier*, 2014, 2, étude 7; H.Le Nabasque, *L'inversion du droit de vote double dans les sociétés cotées*, *ivi*, 2013, 6, repère 6; S.Torck, *L'attribution automatique du droit de vote double*, in *Droit des sociétés*, 2014, 7, dossier 7; e *ivi*, 2014, 1, étude 2

⁸ *Sedici anni di attività della associazione per le società italiane per azioni (1911-1927)*, Roma, 1927, p. 214

adducono pro e contro, sia nella sfera degli uomini di affari sia in quella dei cultori del diritto, è tale da ingenerare una certa esitanza in chi debba, senza secondi fini, scegliere decisamente un partito. *Da un lato si pone in rilievo il vantaggio di potere, col sistema del voto plurimo, affidare a mani fedeli e sicure l'amministrazione delle aziende sociali* (enfasi aggiunta); dall'altro si sollevano obiezioni per il timore di certe forme di ingiustificato dominio da parte di un'aristocrazia inamovibile al governo della società (1) che ben potrebbe rendersi in seguito, per le più varie ragioni, meno idonea ad assicurare lo sviluppo e il progresso dell'azienda; e ancora si ricordava che nel 1925 il Consiglio superiore dell'economia aveva affrontato il tema dell'appartenenza delle azioni a voto plurimo chiedendosi *se dovessero appartenere a cittadini o società italiani o solo alle persone fisiche di nazionalità italiana* e, dopo laboriose discussioni (aveva) formulato un voto in cui prevalse la seconda proposta come quella più rispondente al principale scopo dell'istituto di assicurare la continuità dell'amministrazione. *Come si vede, fin dall'origine la storia ci consegna un istituto in cui il regime preferenziale di voto si salda alla nazionalità.* Peraltro, come è noto, il Progetto d'Amelio (1925) respinse la proposta del Consiglio Superiore dell'economia (sostenuta anche da Vivante, seppur con una disciplina fortemente vincolata) giacché si ritenne che il voto plurimo avrebbe troppo facilitato l'infedamento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari, argomentando *ó come ha osservato di recente Antonio Padoa Schioppa ó in modo efficace mostrando gli inconvenienti di una soluzione poco appetibile al fine della raccolta del risparmio*⁹. E la soluzione del Progetto D'Amelio trovò plauso negli studi di quegli anni di Frè, Lordi e di Mossa, che come è noto vedeva nel voto plurimo *ó una vera peste economica finanziaria ó e una óvera piaga sociale*¹⁰.

7.- Ed invero, almeno tre aspetti consegnatici dalla più antica storia legislativa mi sembrano meritevoli di attenzione nella prospettiva della nostra indagine.

In primo luogo, il dato che, storicamente, il *capitale finanziario* ha piuttosto avversato che non favorito l'introduzione delle azioni a voto plurimo, viceversa invocate, storicamente, dal *capitale imprenditoriale*. Come si legge nelle Osservazioni di Assonime al Progetto d'Amelio ricordate sempre di recente da Antonio Padoa-Schioppa¹¹ *ó la pratica corrente del voto disperso è ben più favorevole ai gruppi finanziari i quali si trovano in una condizione di favore rispetto agli industriali.* Ciò non sorprende, atteso che il fine ultimo dell'introduzione delle azioni a voto plurimo è sempre stato quello di proteggere le posizioni dominanti entro le società dal rischio di scalate ostili. *Ciò che tuttavia rileva oggi, a mio giudizio, è soprattutto il lascito comportamentale di questa preferenza.* Non sarà facile, dopo quasi cento anni, sovvertire nei mercati e negli investitori (in specie proprio quelli istituzionali) la consolidata avversione a strutture che deviano dal principio di proporzionalità e temo che non siano sufficienti deboli incentivi di mercato quali quelli finora previsti. Ma sul tema tornerò in seguito.

In secondo luogo, già la più antica storia legislativa evidenzia come il principio un'azione un voto non costituisca in ogni caso una regola imperativa a presidio di valori inderogabili *propri*

⁹ A.Padoa-Schioppa, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme. Un concerto di voci (1882-1942)*, in A.Padoa-Schioppa, P.Marchetti, *La società per azioni*, Tra imprese e istituzioni. 100 anni di Assonime, Laterza, Roma, 2010, volume 4, p. 40

¹⁰ G.Fré, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1926, p. 121-175; 253-270 e 490-513, in specie a p. 512 (lo studio di Frè offre informazioni molto interessanti sull'emergere nella prassi, intorno al 1910, del voto plurimo in diversi stati europei e quindi in Italia); L.Lordi, *Sul progetto del nuovo Codice di Commercio*, *ivi*, 1926, pp. 271-324; 402-436; 556-597; 662-750, in specie a p. 299; L.Mossa, *Saggio critico sul progetto del nuovo Codice di Commercio*, in *Annuario di diritto comparato e di studi legislativi*, 1927, 1, p. 170-244, in specie a p. 213; favorevole alla loro ammissibilità invece A.Scialoja, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Il Monitore dei Tribunali*, 1925, pp. 901-906 (ove pure un'ampia rassegna di casi, italiani e stranieri); v. A.Padoa-Schioppa, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme. Un concerto di voci (1882-1942)*, p. 44

¹¹ A.Padoa-Schioppa, *La normativa sulle società per azioni: proposte e riforme. Un concerto di voci (1882-1942)*, p. 49

dell'organizzazione imprenditoriale (e dunque dell'efficienza dell'organizzazione societaria). Non vi sono, in altri termini, comprovate ragioni di efficienza gestionale dell'impresa che impongano l'attribuzione proporzionale del voto agli azionisti¹² né il principio di correlazione tra potere e rischio ó sul quale è di recente ritornato, molto bene, Eugenio Barcellona¹³ - esprime altro che una *tendenziale aspirazione del sistema giuridico*, soggetta tuttavia (probabilmente per lo sfortunato successo delle pressioni dei gruppi di interessi nell'ultimo secolo) a molteplici deviazioni (oggi addirittura estremizzate dall'ipotesi del possibile voto di chi non sia più socio né abbia altro interesse nella società quale introdotto dal sistema della *record date*). Ciò non esclude tuttavia che il principio di proporzionalità un'azione e un voto possa venire a costituire (ove si formi un consenso politico sufficiente per l'adozione di una simile norma: ciò che finora non è accaduto e non sembra destinato ad accadere nel breve termine) una regola imperativa, *ma a presidio di altri valori inderogabili di politica economica, quali ad esempio quelli connessi all'integrazione europea e alla promozione del consolidamento industriale e di assetti proprietari paneuropei*. Ma anche su questo tornerò in seguito.

In terzo luogo, la nostra più antica storia legislativa illustra come non sia affatto nuovo il raccordo del voto con un termine di durata della detenzione dell'azione. Giova ricordare qui l'art. 208 del Progetto Vivante (1922) che riservava nelle assemblee ordinarie il diritto di voto ai soli soci nominativi iscritti da almeno tre mesi nel libro soci e escludeva, per por fine alle manovre in vista dell'assemblea e all'*empty voting* che oggi si compiono con derivati e allora si realizzavano con le azioni al portatore, viceversa i soci titolari di azioni al portatore, evidentemente intesi come portatori di un interesse meno intenso, e di breve periodo, circa le sorti della società. Analogamente la storia legislativa nord americana illustra come, fin dal 1942, alcuni diritti sociali siano stati attribuiti solo a investitori di lungo termine (Rule 14a-8 e 14a 11)¹⁴, intendendosi per tali quelli che abbiano detenuto azioni corrispondenti ad un certo valore o ad una certa soglia per un determinato periodo di tempo precedente all'esercizio del diritto.

Dialogando con gli aziendalisti: cosa ci dice la corporate finance?

8.- Un importante e recente lavoro di Marco Bigelli e Ettore Croci¹⁵ consente oggi di misurare, con maggior attendibilità di quanto non consentissero i precedenti modelli RPD e Nenova, il valore del voto. Esso indica con chiarezza il significativo valore economico di *ciascun diritto di voto* e, ai nostri fini, evidenzia pertanto come ogni misura legislativa che provveda alla ri-attribuzione stabile (in assenza cioè di clausole di *sunset* o *break through* che facciano venire meno il voto rafforzato in occasione del trasferimento del controllo) di diritti di voto (come avviene, con la categoria delle azioni a voto plurimo) determina con ciò stesso una redistribuzione di ricchezza tra le diverse classi degli azionisti della società. Se ne ha conferma empirica in altro studio di Bigelli, Mehrotra e Rau, che analizza l'apparente contraddizione delle numerose conversioni avutesi negli anni passati in Italia in azioni ordinarie delle azioni di risparmio¹⁶.

¹² In generale, sia consentito rinviare al mio *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, passim;

¹³ E.Barcellona, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e ògolden sharesò di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi di impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, a cura di M.Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera e Sciarrone Alibrandi, volume I, Torino, 2014, p. 175 ss.

¹⁴ V. A.Sacchi Ginevri, *The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance*, in *12 European Business Organization Law Review* p. 587 ss (2011), in specie a p. 592 ss.

¹⁵ *Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy*, in *Journal of Empirical Finance* 24 (2013), pp. 94-107.

¹⁶ M.Bigelli, V.Mehrotra, P.Raghavendra Rau, *Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy*, in *Journal of Corporate Finance* 17 (2011), pp. 1619-1635.

9.- Tre ulteriori indicazioni di *corporate finance* sembrano particolarmente utili ai fini della nostra indagine.

In primo luogo, sembra esservi consenso circa il fatto che gli investitori acquistino *a sconto* azioni in società con *dual class shares* indipendentemente dal verificarsi o meno di estrazioni di benefici privati del controllo. E' questa la conclusione cui perviene ad esempio Holmen¹⁷ (2011) analizzando le società quotate alla borsa di Stoccolma. Del pari, Braggion e Giannetti, sulla base di un ampio data set, evidenziano come esista una chiara preferenza degli investitori avversa alle strutture *dual shares*, pur in assenza di prove che una simile struttura proprietaria indebolisca il governo societario o renda meno profittevole la società e le azioni¹⁸. La circostanza mi pare confermi l'esistenza di un potenziale *bias* comportamentale derivante da una storica avversione degli investitori istituzionali a strutture proprietarie che deviano dal principio di proporzionalità. Che di conseguenza l'introduzione di siffatti meccanismi potrebbe determinare, in ossequio a ben noti *confirmation biases* che gli studi di finanza comportamentale hanno approfondito, un effetto non gradito di scoraggiamento, invece che di promozione, dell'interesse di investitori istituzionali.

In secondo luogo, resta molto incerto negli esiti il dibattito sul se *dual-class firms* e l'adozione di meccanismi antiscalata accresca o diminuisca lo *shareholder value* (misurando il benessere in un'ottica, dunque esclusivamente microeconomica). A posizioni che riscontrano significative diminuzioni di valore¹⁹, se ne contrappongono altre, anche assai recenti, che trovano il risultato opposto²⁰. Ciò sembra consigliare prudenza nel fondare una preferenza legislativa (in un senso o nell'altro) su argomenti di tipo efficientista focalizzate sul solo interesse del socio. *La valutazione sembra infatti dover abbracciare considerazioni di politica economica assai più vaste*. Il punto fu colto assai bene e ciò non stupisce e da James Tobin²¹ nel limitrofo campo della vendita del voto, quando scriveva che *qualsunque buon studente di economia del secondo anno potrebbe scrivere un breve saggio dimostrando che la libera contrattazione sul voto aumenta il benessere sia dei venditori sia degli acquirenti*: con ciò il grande economista e Premio Nobel non intendeva naturalmente alludere al fatto che la vendita del voto dovesse essere ammessa, ma che l'analisi economica non può sempre cogliere l'intero spettro dei valori in gioco.

In terzo luogo, lo studio di alcune recenti quotazioni di imprese tecnologiche ad alta crescita sembrerebbe illustrare che l'uso di *dual shares* (e in particolare di azioni a voto plurimo) a favore del fondatore è condizione necessaria perché possa aversi l'apertura al pubblico del capitale e tali strutture favoriscono politiche di diversificazione da parte degli azionisti di controllo che avrebbero, nel complesso, risultati efficienti²². E' questo un tema di antica storia e sul quale studiosi di

¹⁷ M.Holmen, *Foreign Investors and Dual Class Shares*, Working Paper, February 2011

¹⁸ F.Braggion, M.Giannetti, *At the Origins of the Non-Voting Shares Discount: Investor Preferences vs. Fundamentals*, working paper, dicembre 2012 passim

¹⁹ P.Gompers, J.Ishii, A.Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual Class Firms in the United States*, in *Review of Financial Studies*, 2010, p. 1051.

²⁰ B.D.Jordan, M.H.Liu, Q.Wu, *Corporate payout policy in dual class firms*, in *Journal of Corporate Finance* (2014), pp. 1-19; riscontrano risultati positivi dall'adozione di dual class shares e correlate anche alla differenziazione degli investimenti dei soci di controllo e in punto di maggiore dispersione della proprietà, miglior allineamento degli interessi dei soci di controllo e maggiore propensione agli investimenti, S.W.Bauguess, M.B.Slovin, M.E.Sushka, *Large shareholder diversification, corporate risk taking and the benefits of changing to differential voting rights*, working paper, October 2011, passim. Per una ampia e assai interessante ricognizione della letteratura sia economica sia giuridica, v. W.K.Taylor, *Dueling Shares: Comparative EU/US Corporate Governance Practices*, tesi di master, University of Illinois, Urbana, 2013, passim.

²¹ J.Tobin, *On Limiting the Domain of Inequality*, 13 *J. of L. & Econ.* 263 (1970), a p. 270; lo ricordano J.H.Choper, J.C.Coffee, R.J.Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, Wolters Kluwer, New York, 7 ed., p. 583.

²² V. nella letteratura giuridica recente, V. Z.Goshen, A.Hamdani, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, ECGI e Law Working Paper no. 206, 2013; A.Pomelli, *Strategie normative efficienti*, p. 130 (del manoscritto).

corporate finance stanno avviando ora indagini empiriche sollecitate dalle recenti esperienze di Google, Facebook, LinkedIn, Groupon e Zynga²³. In questi casi, in particolare, la doppia struttura azionaria, come ricorda anche Consob, ha consentito ai soci fondatori ó ritenuti i soggetti più qualificati in un'ottica di sviluppo della società ó di conservare il controllo senza la maggioranza del capitale. Le azioni a voto plurimo emesse dalle società in questione non sono quotate (mentre lo sono le *common*), sono mantenute in portafoglio dai soci fondatori o da fondi di *private equity* e non sono liberamente trasferibili o sono convertite in azioni ordinarie al loro trasferimento o in base ad una clausola di c.d. *sunset*. È evidente che l'art. 127-*sexies*, per come introdotto in sede di conversione, si salda idealmente a queste esperienze nel consentire il voto plurimo in sede di offerta iniziale e la sua permanenza successiva alla quotazione. Merita forse sottolineare, tuttavia, come anche le *loyalty shares*, pur differenziandosi da questi strumenti - non solo perché le azioni a voto plurimo in questione presentano fattori di moltiplicazione del voto più elevati ma anche e soprattutto in ragione dell'attribuzione selettiva (e non generalizzata a ciascun azionista, purché tale per un certo periodo di tempo) del privilegio di voto - possono consentire di realizzare, seppur in modo meno spinto, effetti simili, attraverso una valutazione probabilistica *ex ante* del grado di partecipazione effettiva al voto degli azionisti esterni al gruppo di comando e della durata attesa della loro partecipazione al capitale della società nonché attraverso opportune regole di collocamento e *book building* in fase di offerta iniziale di sottoscrizione o vendita che favoriscano risultati sul piano della struttura proprietaria allineati con gli interessi degli *incumbents*. Anche da ciò sembra potersi trarre l'indicazione ó che andrà soggetta a verifica empirica ó che la distinzione tra *loyalty shares* e azioni a voto plurimo sul piano delle finalità perseguite è meno netta di quanto in genere ó e anche Consob nel suo pur apprezzabile studio ó non si tenda a rappresentare.

*Dialogando con la law & economics:
alcuni spunti dalla copiosa letteratura nord americana*

10.- Gli studi di *law and economics* sul tema del voto e dei vantaggi e svantaggi dei sistemi di *dual share ownership* sono, come è ampiamente noto, tanto numerosi quanto utili e profondi. Perfettamente consapevole del carattere del tutto arbitrario della mia selezione, e rinviando per una più sistematica considerazione del tema ai classici lavori di Easterbrook e Fischel²⁴, di Choper, Coffee e Gilson²⁵ e di Enriques, Kraakman e Hansmann²⁶ e più di recente di Enriques, Gilson e Paces²⁷ e di Rock²⁸ - più ampi riferimenti sono utilmente rinvenibili, organizzati proprio nella prospettiva dei diritti speciali attribuiti ai *tenure shareholders*, in un recente e bel lavoro di Andrea Sacchi Ginevri²⁹ e in relazione al tema dell'offerta pubblica di acquisto nell'ampia e bella monografia, in corso di pubblicazione, di Alessandro Pomelli³⁰ - mi limito qui a tre sole considerazioni.

²³ Ne devo la segnalazione alla cortesia del prof. Bigelli. V., nella letteratura finanziaria recente per una prima analisi T.J.Chemmanur, Y.Jiao, *Dual class IPOs: A theoretical analysis*, in *Journal of Banking & Finance* 36 (2012), p. 305-319; per un accenno, S.Alvaro, A.Ciavarella, D.D'Ermo, N.Linciano, *La deviazione dal principio di un'azione o un voto e le azioni a voto plurimo*, p. 41, in specie note 140 e 141

²⁴ *L'economia delle società per azioni, Un'analisi strutturale*, Milano, 1996, p. 79 ss.

²⁵ *Cases and Materials on Corporations*, p. 541 ss.

²⁶ *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, 2009, p.

²⁷ L.Enriques, R.J.Gilson, A.Paces, *The Case for an Unbiased Takeover Law (with an Application to the European Union)*, ECGI Working Paper no. 212, May 2013, passim

²⁸ E.B.Rock, *Shareholder Eugenics in the Public Corporation*, in *Scholarship at Pen Law*, paper 384, 2012, passim.

²⁹ *The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance*, in *12 European Business Organization Law Review* p. 587 ss (2011); v. anche del medesimo, *L'attribuzione di diritti particolari agli azionisti di lungo termine in una prospettiva comparata*, in *RDS*, 2012, p. 231

³⁰ A.Pomelli, *Strategie normative efficienti per il trasferimento della proprietà di società per azioni quotate*, in corso di pubblicazione nei Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milano, 2014, passim.

11.- In primo luogo, ricorrono l'anno prossimo venticinque anni dalla decisione del D.C. Circuit in *The Business Roundtable*³¹ che annullò, per questioni di competenza, la Rule 19c-4 con la quale la SEC aveva inteso rispondere alla minaccia di concorrenza regolatoria al ribasso tra Amex e New York Stock Exchange sul principio un'azione un voto, un principio che il NYSE applicava inflessibilmente alle società quotate sul suo mercato dal 1926. Il tema è notissimo ed è sufficiente rinviare, per la precisa illustrazione di esso, al lavoro di Ronald Gilson del 1992³² il quale, dopo aver assistito la SEC nell'adozione della Rule, offrì un resoconto particolarmente efficace dell'esperienza. Ciò che rileva ai nostri limitati fini è che, come è stato correttamente osservato, la SEC sembrava aver perso la battaglia ma vinto la guerra, dal momento che nel 1994 le borse ó vuoi per effetto di una minor centralità del tema delle acquisizioni ostili vuoi per l'aumentata influenza degli investitori istituzionali, tradizionalmente avversi alla deviazione dal principio di proporzionalità ó avevano infine aderito, seppur in forma più flessibile, al principio, vietando da un lato ogni forma di *supervoting stock*, incluso il *tenure voting*, ma prevedendo clausole di *grandfathering* per le emissioni di azioni a voto plurimo preesistenti alla quotazione³³. Le deroghe al principio generale, per quanto finora tali da interessare solo una modesta percentuale del listino, sono tuttavia divenute qualitativamente rilevanti, come si è osservato, nel recente passato, con la quotazione di alcuni *over the top* dell'economia digitale. Questa circostanza merita attenzione ai nostri fini giacché induce nuovamente a sottolineare ó e ad indagare in una prospettiva empirica ó se e in che misura e con quali effetti ricorrano vincoli comportamentali nelle decisioni di investimento degli investitori istituzionali, specialmente nordamericani, che trovino origine in questa lunga tradizione avversa alle deviazioni dal paradigma *one share one vote* e che potrebbero scoraggiare l'investimento in società con strutture azionarie a voto plurimo, quantomeno: (i) se diverse dalle imprese percepite come le più interessanti opportunità di affari dell'epoca contemporanea e (ii) se quotate in paesi, come l'Italia, tradizionalmente percepiti come a significativo rischio di estrazione di benefici privati, pecuniari e non, del controllo, almeno per la perdurante debolezza dei rimedi giurisdizionali³⁴.

12.- In secondo luogo, sembra corretta l'osservazione di Jon Macey³⁵ secondo cui sarebbe errato guardare al voto e alla sua attribuzione agli investitori istituzionali in termini generali, giacché l'analisi economica illustra che il contributo degli investitori istituzionali al governo della società mediante l'esercizio del voto è ampiamente differenziato a seconda che si tratti di assumere decisioni *industry o firm specific*, come in ogni caso il voto implica un'ingerenza gestionale in casi eccezionali e come verosimilmente l'efficacia dello stesso si abbia essenzialmente in relazione al mercato del controllo societario o delle riorganizzazioni societarie. L'analisi e le conclusioni cui perviene la *law and economics* sul punto sembrano dunque assai rilevanti nel precisare il perimetro della c.d. *stewardship* affidata agli investitori istituzionali e la disciplina del voto funzionale a tale risultato.

13.- In terzo luogo, l'analisi economica insiste sulla correlazione tra allocazione dei diritti di voto e assunzione del rischio residuale di impresa. Questa considerazione ó ben nota alla nostra dottrina da molto tempo, solo che si ricordino le belle pagine dedicate da Tullio Ascarelli al tema

³¹ 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990)

³² *Regulating the Equity Component of Capital Structure: The SEC's Response to the One Share One Vote Controversy*, in *Modernizing U.S. Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, a cura di Lehn e Kamphuis, Business One Irwin, Homewood, 1992, p. 211 ss.

³³ J.H.Choper, J.C.Coffee, R.J.Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, p. 572

³⁴ R.Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, in 119 *Harvard Law Review* p. 1641 ss (2006).

³⁵ *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton University Press, Princeton, 2008, p. 199 ss. (e in edizione italiana, *Corporate Governance. Quando le regole falliscono*, IBL Libri, con prefazione di L.Enriques e postfazione di A.Zorzi, 2010).

oltre sessant'anni fa³⁶ ó porta da un lato a considerare devianti regole di allocazione del voto che, dando luogo ad azioni con voti plurimi, scardinano tale correlazione e, dall'altro lato, ad indurre un complessivo ripensamento dei meccanismi di allocazione del voto in quelle imprese che, per loro natura, vedono anche altre *constituencies* correre il rischio residuale dell'investimento. Intendo qui suggerire che vi è da chiedersi se un intervento ambizioso come quello odierno del legislatore italiano che ha ritenuto di introdurre il voto plurimo e le *loyalty shares* non avrebbe dovuto accompagnarsi anche all'attribuzione del diritto di voto ai portatori di *contingent capital* e di *bail-inable debt* delle società bancarie quotate, per le quali la miglior letteratura economica e alcuna dottrina giuridica evidenzia ormai l'assoluta inadeguatezza di una *governance solo equity-based*. Le pretese dei titolari di tali strumenti ibridi sono ormai a tal punto subordinate da correre nella sostanza un rischio residuale non molto dissimile da quello degli azionisti sicché ad esse si adatta perfettamente lo strumento giuridico, da tempo riconosciuto dall'ordinamento nord americano (seppur anche qui raramente praticato) dei *voting bonds*. Qui, a differenza del voto plurimo, tuttavia, l'intervento non avrebbe reso un servizio certo ai soci di controllo, in genere fornitori di un capitale scarso, e incerto agli investitori istituzionali bensì avrebbe reso un servizio certo agli investitori istituzionali (titolari di gran parte di tale debito) e imposto un (giusto) ridimensionamento ai soci di controllo.

Dialogando con la Corte di Giustizia e la Commissione Europea

14.- Quali considerazioni di diritto europeo è necessario svolgere sul tema del voto plurimo e sulle *loyalty shares*? Anzitutto che mentre la giurisprudenza della Corte sul principio di parità di trattamento ó come è possibile argomentare dalla sentenza *Audiolux*³⁷ - non sembra opporsi alla deviazione dal principio di proporzionalità in generale, la giurisprudenza sulle *golden shares* pone dei limiti ogni qual volta il beneficiario del voto plurimo sia lo Stato o altro ente pubblico. Mentre infatti, con riguardo alle misure difensive che, pur deviando dal principio di proporzionalità come i voti plurimi, operino nella relazione tra privati la direttiva 2004/25/CE ha dettato una regola di natura solo *opzionale* all'art. 11, il principio, viceversa, di *necessaria* correlazione tra potere di influenza gestionale e entità dell'investimento (e dunque di correlazione potere rischio) è stato ritenuto dalla Corte elemento essenziale per riconoscere la proporzionalità nell'attribuzione dei poteri di influenza all'investitore pubblico mediante *golden shares* (³⁸). Nel definire la linea di confine tra le due ipotesi, ciò che conta per la Corte è che le misure abbiano, se non fondamento normativo (come accade spesso), almeno sostanza di misura pubblica, a dispetto della forma privata (³⁹). Il Trattato pone in altri termini vincoli più significativi all'introduzione di meccanismi *pubblici* che limitano la contendibilità del controllo, una volta che gli Stati membri abbiano compiuto la scelta (che l'art. 345 del TFEU mantiene del tutto libera) di dismettere, o non riservare le stesse alla,

³⁶ *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1952, I, p. 385 ss.

³⁷ Corte di Giustizia, 15 ottobre 2009, in causa C-101/08; v. anche A. Sacchi Ginevri, *The Rise of Long-Term Minority Shareholders' Rights in Publicly Held Corporations and Its Effects on Corporate Governance*, p. 610; Mucciarelli, *Equal Treatment of Shareholders and European Union Law*, in *European Company and Financial Law Review*, 2010, p. 158

³⁸ V. già Corte di Giustizia, sentenza 23 ottobre 2007, in causa C-112/05 (Volkswagen), paragrafo 50, in *Foro it.*, 2008, IV, 67, in *Guida al dir.*, 2007, fasc. 44, 105, con nota di Castellaneta, e soprattutto Corte di Giustizia, sentenza 6 dicembre 2007, in causa C-463/04 e C-464/04, *Federconsumatori (caso AEM)*, in particolare ai paragrafi 28-43, in *Riv. it. dir. pubbl. comunitario*, 2008, 365, con note di Barbieri e Goisis, in *Giur. comm.*, 2008, II, 581, con nota di Demuro, *ibid.*, 932, con nota di Corradi, in *Giornale dir. amm.*, 2008, 521, con nota di Vitale, in *Giust. amm.*, 2007, 1225, con nota di Fracchia e Occhiena e in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2008, 884, con nota di Ferrari.

³⁹ V. ad esempio le considerazioni dell'Avvocato Generale Poiras Maduro, nelle sue conclusioni del 7 settembre 2006, in cause riunite C-463/04 e C-464/04 (caso AEM) ai paragrafi 25 ss., ove l'enfasi è posta sulla speciale condizione dell'investitore pubblico sul presupposto che il Trattato autorizza gli Stati membri a conservare la proprietà pubblica delle imprese ma una volta che sia presa la decisione di aprire un settore al mercato, occorre evitare che permangano poteri capaci di limitare in modo selettivo l'accesso allo stesso degli operatori di mercato.

proprietà pubblica, di quelli che non imponga ai meccanismi privati. Ciò a ben vedere riflette la difficoltà di fondo di riscontrare una *necessaria correlazione diretta* tra la nazionalità degli azionisti e l'effettivo conseguimento dell'interesse nazionale *in ragione degli assetti proprietari dell'impresa*. Ciò sembra suggerire che, mentre le *loyalty shares* non presentano profili di illegittimità comunitaria per la loro natura *indistintamente applicabile*, l'attribuzione selettiva di rafforzati poteri di voto a favore dello Stato o di enti pubblici risulterebbe verosimilmente incompatibile con il Trattato⁴⁰.

15.- In secondo luogo, il successo *a livello di legislazione statale* dei voti multipli, essendo votato a dare stabilità agli assetti proprietari esistenti e a prestarsi quale *antitakeover defence*, sembra costituire l'inevitabile risultato di razionali comportamenti strategici degli Stati membri, che per vero mi sembrerebbero *ispirati più dalla paura e da visioni utilitaristiche di breve periodo che dalla reciproca fiducia e leale collaborazione pur richiesta dal Trattato e da visioni di lungo periodo sull'interesse industriale nazionale ed europeo*. Tali comportamenti strategici sono risultati ancor più evidenti e sono stati addirittura ulteriormente perseguiti una volta che l'Unione ha malamente perduto, nel 2004 con la direttiva 2004/25/CE a seguito del *compromesso portoghese* sugli articoli 9 e 11 della stessa, la battaglia sull'imperatività del principio di contendibilità del controllo, non riuscendo ad imporre agli Stati membri la neutralizzazione di tutte le misure societarie, quale che ne sia la diversa forma tecnica, che consentono di isolare gli assetti proprietari da acquisizioni ostili⁴¹. Ne è risultato, come ben hanno dimostrato Armour Jacobs e Milhaupt⁴², che la direttiva non ha conseguito risultati di avvicinamento *significativamente maggiori* rispetto a quelli derivanti dalle mere forze di mercato e dalla convergenza spontanea tra ordinamenti. Se si eccettua infatti il peculiare caso degli Stati Uniti *o nel quale peraltro la discrezionalità demandata al board* continua ad essere generalmente percepita come necessaria⁴³ o in concreto utile alla massimizzazione del prezzo a vantaggio degli azionisti *o tutte le principali economie presentano, nell'ordinamento delle offerte pubbliche di acquisto, una progressiva adesione ad uno standard di neutralità durante l'offerta, seppur la regola sia formulata in modo, anche significativamente, difforme da ordinamento ad ordinamento*. E *questo il caso della Svizzera, della Cina, di Hong Kong, della Russia, dell'Australia, del Canada e del Giappone*. Del pari, i principali ordinamenti extra europei non conoscono la regola di neutralizzazione e la direttiva, rendendo più evidenti le misure preventive antiscalata, ha generato sul punto, in Europa, invece che l'auspicato *disarmo*, la *corsa al riarmo*. E ciò mentre viene segnalato come, almeno negli ultimi 5 anni, negli Stati Uniti si sia assistito al *tramonto* di molte difese preventive sotto la pressione degli investitori istituzionali e dei fondi pensione. Resta dunque da verificare *o e si tratta purtroppo di indagine*

⁴⁰ Questo profilo non sembra considerato dalla Consob, *La deviazione dal principio*, p. 50, nota 152, ove si evoca l'applicazione del voto plurimo nel contesto della privatizzazione e quotazione di società controllate al 100% dallo Stato o dagli enti pubblici.

⁴¹ Per una diffusa discussione del tema sia consentito rinviare ai miei *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, p. 384 ss. e *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 *RDS*, 2012, p. 491 ss. V. anche P.Montalenti, *Mercato del controllo e contendibilità: il ragionevole declino della passivity rule*, in *Il diritto delle società oggi*, a cura di Benazzo, Cera, Patriarca, Torino, 2011, p. 631 ss; Rapporto della Commissione del 28 giugno 2012 sull'applicazione della direttiva 2004/25/CE (reso sulla base dello studio Marcuspartners e CEPS del 2012) e European Company Law Experts, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, in *University of Cambridge, Legal Studies Research Paper Series*, paper no. 5/2014, gennaio 2014, passim.

⁴² ⁴² J.Armour, J.B.Jacobs, C.J.Milhaupt, *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, 52 *Harv. Int'l L.J.* (2011), p 220; v. anche per considerazioni sulle ragioni della diversa evoluzione dei modelli inglese e nordamericano J.Armour, D.A.Skeel, *Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of U.S. and U.K. Takeover Regulation*, in 95 *Geo. L. J.* (2007) 1727.

⁴³ In senso difforme v. però già L.A.Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, in 69 *U.Chi. L. Rev.* (2002) 973.

molto complessa, giacché formula ipotesi contro fattuali o se e in che misura il *level playing field* in Europa su questo tema costituisca, come a me sembra, uno strumento per favorire il più rapido consolidamento delle grandi industrie nazionali oltre i confini nazionali e, parallelamente, la più intensa emersione di assetti proprietari più *geograficamente distribuiti* coerenti con lo spirito della cittadinanza europea. Il fondamento di un libero mercato del controllo societario europeo non era, nella proposta di XIII Direttiva, a mio giudizio, tanto di natura microeconomica *in relazione al suo preteso effetto disciplinare*, quanto piuttosto di politica economica e industriale europea sicché è su quel piano che occorre indagare dei risultati perduti per effetto del fallimento del processo di armonizzazione. Coglie bene il punto, mi pare, Ron Gilson quando osserva che l'arroccamento e l'infeudamento dei soci di controllo determina un costo nella velocità di adattamento delle organizzazioni industriali. Un costo che o in talune contingenze storiche come l'attuale o può essere molto alto. Giova rammentare a riguardo come esistano profonde assonanze tra la crisi strutturale dell'industria (in primis inglese) indotta dalla prima globalizzazione (quella che si radicò negli ultimi decenni del secolo diciannovesimo e nel primo decennio del secolo scorso) e quella attuale, in una situazione macroeconomica che in entrambi i casi esibisce concorrenza globale, prezzi al consumo decrescenti, aumento dei tassi di disoccupazione e progressivo spostamento degli investimenti dalle economie nazionali a quelle straniere collocate in aree emergenti. La risposta a quella situazione strutturale dei mercati fu, allora, una profonda ristrutturazione industriale che diede vita all'emergere della *public company*; la corrente crisi strutturale determinerà la ristrutturazione paneuropea dell'industria? Tale ristrutturazione saprà evitare modelli organizzativi afflitti dai vizi strutturali propri del *too big to fail* e del *too big to manage*? Porterà essa con sé la progressiva sostituzione del capitalismo familiare di stampo nazionalistico infeudato entro organizzazioni imprenditoriali troppo piccole per finanziare gli investimenti resi necessari dai mercati globali con un capitalismo sia familiare sia finanziario paneuropeo capace di promuovere organizzazioni imprenditoriali e assetti proprietari adeguati ai mercati?

16.- Quanto alle *loyalty shares* e la politica di armonizzazione europea, basti qui ricordare che già il Rapporto Segré del 1966⁴⁴, discutendo il tema del voto plurimo nel contesto delle ipotizzate linee di riforma degli *equity markets* europei, pur dando atto che l'uso del voto plurimo può in certe situazioni favorire la quotazione di imprese che diversamente i soci di controllo preferirebbero mantenere non quotate, raccomandava di limitarne rigorosamente l'uso e, ove gli Stati membri lo avessero voluto riconoscere, indicava nel modello francese delle *loyalty shares* quello preferibile. Più di recente la Commissione, dopo il rapporto ISS del 2007 sul principio di proporzionalità⁴⁵ e la conseguente decisione di astenersi dall'imporre il principio *one share one vote*, già con il Piano di azione sul diritto societario del 2012⁴⁶ evidenziava l'importanza sia del rafforzamento delle regole di trasparenza sulle politiche di voto sia di promuovere un impegno efficace e sostenibile degli azionisti. L'analisi è stata approfondita nel Libro Verde del 2013 sul finanziamento di lungo termine dell'economia europea⁴⁷ e ha al momento dato luogo: (i) alla proposta di regolamento sugli *European Long Term Investment Funds (ELTIFs)* del 26 giugno 2013⁴⁸; (ii) alla proposta di direttiva del 27 marzo 2014 di revisione della direttiva *IORP* sui fondi pensione⁴⁹; (iii) alla proposta della Commissione del 9 aprile 2014 di direttiva che modifica la direttiva sui diritti degli azionisti, introducendo norme volte ad incoraggiare il coinvolgimento degli

⁴⁴ *The Development of a European Capital Market, Report of a Group of experts appointed by the EEC Commission*, Brussels, November 1966, capitolo X, § 26, p. 219.

⁴⁵ ISS e altri, *Report on the Proportionality Principle in the EU*, External Study commissioned by the EU Commission, 2007, passim

⁴⁶ Comunicazione della Commissione, Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario o una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, Strasburgo, 12 dicembre 2012, COM(2012) 740 final, in specie § 2.4 e 3

⁴⁷ COM(2013) 150 final

⁴⁸ COM(2013) 462 final

⁴⁹ COM(2014) 167 final

azionisti di lungo termine⁵⁰, la quale, da un lato, non prevede il rafforzamento del voto e dall'altro lato promuove ó e opportunamente - la definizione da parte degli investitori istituzionali di appropriate *engagement policies*. Tale proposta di direttiva è ora in fase di esame da parte dei legislatori.

*Modelli di stewardships, fallimenti di mercato e regole prudenziali:
prime indicazioni dall'esperienza empirica e la questione se appropriate regole prudenziali
possano svolgere un utile ruolo.*

17.- Alla luce di quanto precede vi è dunque da domandarsi se l'introduzione, con le *loyalty shares*, di un moltiplicatore del voto come strumento di promozione di investimento di lungo termine e di attivismo degli investitori istituzionali non finisca per rappresentare, ironicamente, una risposta eccessivamente neoliberista a fallimenti di mercato nella *governance* delle società indotti proprio da scelte eccessivamente neoliberiste⁵¹, giacché si affida esclusivamente ad *incentivi di mercato* per superare problemi di azioni collettive e di apatia razionale. Vi è tuttavia da temere che questo modello fondato solo sugli incentivi di mercato abbia tuttavia scarse possibilità di riuscita (almeno su larga scala), come sembrano dimostrare tanto l'esperienza empirica degli ultimi venti anni quanto una letteratura nordamericana ampia e robusta. Mi sembra invece che il rafforzamento del voto potrebbe conseguire il risultato voluto (solo) ove fosse accompagnato ó in ossequio ad un'ideologia più interventista che vada oltre la meta-regolamentazione e le pur apprezzabili e utili iniziative in tema di engagement policy proposte dalla Commissione ó da precise regole prudenziali per gli investitori istituzionali sulla struttura di portafoglio, sull'esercizio del voto e sui doveri fiduciari dei gestori a questo riguardo. E questo, a mio avviso, e non la quantità di voti attribuiti dall'azione detenuta dall'investitore istituzionale, l'epicentro del problema e ciò che dovrebbe attrarre l'interesse regolatorio europeo e nazionale.

18.- Il tema non è affatto nuovo e studi empirici condotti negli ultimi due decenni tanto in Europa quanto negli Stati Uniti hanno trovato tutti, storicamente, un radicato comportamento di scarsa attenzione degli investitori istituzionali all'esercizio del voto. Ciò avviene malgrado nel 1990 gli investitori istituzionali detenessero il 37% delle azioni quotate negli Stati Uniti e tale partecipazione fosse cresciuta al 60% nel 2006⁵². Nel Regno Unito si trovarono dati simili: oltre il 52% del capitale azionario era nelle mani degli investitori istituzionali già nel 1997. Il dato europeo misurato nel 2011⁵³ porta a ritenere che gli investitori istituzionali siano, complessivamente, titolari di circa il 30% del capitale azionario dei paesi di area Euro e del 25% del debito obbligazionario corporate. La Commissione evidenzia inoltre, nella proposta di direttiva del 2014, che circa il 44% del capitale delle società quotate europee è detenuto da investitori non nazionali e la gran parte di esso è detenuto da investitori istituzionali. A fronte del crescente successo delle strutture proprietarie con presenza dominante degli investitori istituzionali, la letteratura nordamericana dei primi anni Novanta, come è noto, studiò con attenzione il ruolo di monitoraggio che gli stessi potevano svolgere sul piano della *governance*. L'entusiasmo durò poco: basti ricordare qui gli studi di Black⁵⁴ e Rock⁵⁵ e la corretta osservazione di John Coffee⁵⁶ che, in assenza di regole dirette a

⁵⁰ COM(2014) 213 final

⁵¹ V. L. Talbot, *Progressive Corporate Governance for the 21st Century*, Routledge, London & New York, 2010, p. 190.

⁵² M. Kahan, E. B. Rock, *Embattled Ceos*, in *U of Penn Inst for Law & Econ research paper* 08-25, 2008 and ECGI Law Working Paper no. 116/2009.

⁵³ ECMI, *Rethinking Asset Management*, Brussels, 12 aprile 2012, p. 140

⁵⁴ B. S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA L. Rev.* 811 (1992), p. 827-8;

⁵⁵ E. B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 *Geo L.J.* 445 (1991), p. 447.

limitare le politiche di diversificazione di portafoglio degli investitori istituzionali, gli incentivi di mercato non sono sufficienti ad affermare comportamenti attivi sul piano del governo societario da parte degli stessi.

19.- E' tuttavia anche vero che, in risposta al diffuso riconoscimento che fallimenti della *corporate governance* hanno contribuito al determinarsi delle condizioni di strutturale crisi finanziaria in atto, molta enfasi è stata recentemente rivolta, nelle risposte politiche e istituzionali, alla riscoperta di modelli di *stewardship*, promossi da alcuni tra i più attivi investitori istituzionali, come il fondo Hermès, già nei primi anni dello scorso decennio e che hanno trovato ora esito nello *Stewardship Code* inglese del 2010, nelle *Eumedion best practices* nei Paesi Bassi, nel codice promosso da EFAMA e in quello sudafricano⁵⁷ e nei lavori della Commissione Europea più sopra ricordati. Non vanno, naturalmente, sottovalutate le potenzialità di cambiamento che sono insite in questi movimenti di opinione. Tuttavia sembra esservi qui un difetto di impostazione che, fatalmente, potrebbe condurre all'insuccesso di queste misure: *l'esclusiva dipendenza da meri incentivi di mercato* che, come detto, porta ironicamente a proporre una soluzione neoliberista per fallimenti di mercato e istituzionali di matrice neoliberista. La storia sembra infatti consegnarci già un responso piuttosto chiaro che mere forze di mercato, se non adeguatamente supportate da scelte istituzionali che incidano sulla struttura dell'*industry*, non riescono a conseguire il risultato sperato. Uno studio molto interessante di Choi, Fisch e Pritchard del 2005⁵⁸ trova che, nella media, continua ad essere prevalente l'innativismo degli investitori istituzionali e soprattutto che gli investitori istituzionali hanno finora dedicato ben poca attenzione e ben poco studio a questioni cruciali di *corporate governance*.

20.- Ciò sembra offrire sufficiente giustificazione teorica per un intervento regolatorio che aiuti il mercato a curare sé stesso e induce a riflettere sulle forme di tale intervento. La nostra ipotesi di ricerca è che questo intervento dovrebbe consistere in regole prudenziali nuove per gli investitori istituzionali di lungo periodo, che da un lato dettino precise regole di condotta (più analitiche e rigorose delle pur apprezzabili engagement policies richieste dalla proposta di direttiva del 2014) che impongano, come parte dei doveri di diligenza e fiduciari degli *asset managers*, paradigmi di comportamento organizzativo e operativo che assicurino l'analisi sistematica dei temi di *corporate governance* delle società oggetto di investimento, impongano una scelta motivata (soggetta da un lato a trasparenza nei confronti del mercato e, dall'altro lato, controllabile *ex post* dall'autorità di vigilanza) in ordine all'esercizio o non esercizio del voto e tali da far emergere, in relazione al voto degli investitori istituzionali, la *funzione di utilità sociale costituzionalmente garantita*⁵⁹, e al tempo stesso garantiscano che tali scelte non siano viziate da conflitto di interessi. Ciò potrebbe utilmente accompagnarsi, da un lato, a regole di portafoglio che ó secondo quanto osservava a suo tempo John Coffee - diminuiscano gli incentivi alla diversificazione (dovendosi tuttavia valutare con attenzione se l'aumento del rischio che ciò determina non costituisca un costo eccessivo rispetto al beneficio atteso) e dall'altro lato, e soprattutto, riservino una quota degli investimenti a titoli *corporate* di capitale e di debito europei in modo da contrastare la spirale

⁵⁶ J.C. Coffee, *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277 (1991) a p. 1355-7; B.S.Black, J.C.Coffee, *Hail Britannia? Institutional Investor Behaviour Under Limited Regulation*, in 92 *Mich. L. Rev.* 197 (1994).

⁵⁷ V. Commissione, Piano d'azione, § 2.4., p. 8 per tutti i riferimenti.

⁵⁸ *Do Institutions Matter? The Impact of the Lead Plaintiff Provision of the Private Securities Litigation Reform Act*, in 83 *Wash U. L. Q.* 869 (2005).

⁵⁹ Per un modello di *compulsory voting*, già, in relazione ai fondi pensione nordamericani: *DOL Issues New Guidelines on Proxi Voting, Active Investing, IRRC Corp. Gov. Bull.*, 1994, p. 5. Per una valutazione dell'insufficienza di una mera regola di *compulsory voting* al di fuori di un più ampio contesto prudenziale che sia in grado di assicurarle proporzionato enforcement v. G.P.Stapledon, *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Clarendon Press, Oxford, 1996, p. 285 ss.

perversa che al momento governa, secondo un interessante rilievo del Fondo Monetario del 2011 ⁶⁰, la direzione dei flussi di investimento dei capitali europei. Accade infatti che, alla ricerca di ritorni finanziari più promettenti, gran parte del risparmio gestito in monte è andato negli ultimi anni a finanziare progetti in paesi con alti tassi di crescita, di modo che strutturalmente bassi tassi di crescita hanno generato una fuga dagli investimenti in Europa e al tempo stesso hanno dato sostegno finanziario alla crescita industriale fuori dall'Europa, innescando così un circolo vizioso per cui, ove le forze di mercato non fossero contrastate da scelte istituzionali di politica economica da adottarsi nella forma di regole prudenziali finalizzate a promuovere una forma di investimento socialmente responsabile (non molto diverso, nella sostanza, da quello noto da tempo nel *Community Reinvestment Act* nordamericano per la destinazione di una quota degli impieghi), a minori investimenti non può che corrispondere minore crescita e dunque sempre minori investimenti. Come si vede l'attribuzione del voto doppio agli investitori istituzionali, in sé, sembra offrire ben poche prospettive di cambiamento. *Esso può apparire viceversa rilevante nel quadro di una più ampia azione di ridisegno istituzionale delle regole di condotta degli investitori istituzionali, difficile certo da conseguire ma urgente.* L'incendio divampa e affrontarlo solo promettendo a chi intenda votarsi *da volontario* al periglioso compito di domarlo una dotazione doppia di mezzi rispetto a quella ordinaria è misura che, isolatamente considerata, rischia di essere velleitaria e di dissuadere dall'impegno chi già ordinariamente è chiamato ad operare con mezzi ordinari; in tempi straordinari serve la chiamata obbligatoria al servizio e un'adeguata riorganizzazione operativa del complessivo sistema di prevenzione e intervento. Ed è sempre saggia regola quella che consiglia di non giocare con il fuoco.

⁶⁰ IMF, *Long Term investors and their asset allocation: Where are we now?*, in *Global Stability Report*, 2011, p. 13