

Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra in Diritto dei Mercati e degli
Intermediari Finanziari c. p.

IL VOTO PLURIMO NEL MERCATO FINANZIARIO

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Michele Leone

654991

CORRELATORE

Prof.ssa Concetta Brescia Morra

ANNO ACCADEMICO

2014-2015

Executive Summary

Il presente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di analizzare in maniera approfondita l'insieme di costi e benefici direttamente conseguenti l'introduzione del voto plurimo nelle società di capitali, avvenuta ad opera del legislatore italiano nel giugno 2014 con il *decreto Competitività*, attraverso un approccio sistematico che giunge ad operare un ampio confronto con la disciplina vigente negli ordinamenti dei Paesi maggiormente sviluppati.

Il problema della ricerca di un criterio ideale di correlazione dei diritti patrimoniali ai diritti amministrativi riveste da sempre peculiare importanza in letteratura ed è costantemente oggetto di dibattito in ambito economico-giuridico: dalla elaborazione teorica che ne risulta emerge una vasta gamma di soluzioni che abbracciano il contesto nazionale, europeo e internazionale.

Sembra esserci una certa uniformità d'intenti nel considerare il principio di proporzionalità come il meccanismo ideale per assegnare il potere economico in funzione del rischio sopportato con la partecipazione al capitale della società. Alla luce di una simile impostazione, gli azionisti di controllo risultano maggiormente incentivati a perseguire la massimizzazione del valore aziendale.

Ciononostante, nella pratica economica non è raro assistere a fenomeni di deviazione dal principio *"one share, one vote"* in favore di sistemi alternativi che conferiscono la possibilità di controllare il governo societario a fronte di un investimento finanziario relativamente ridotto. Ed è proprio sulla scia di questa tendenza che si assiste a un progressivo ampliamento delle modalità di formazione della struttura proprietaria dei grandi complessi azionari e al contemporaneo riconoscimento della legittimità di tali metodi all'interno degli ordinamenti normativi.

Negli ultimi anni, la letteratura economica ha dedicato notevole sforzo all'indagine dei principali aspetti positivi e negativi derivanti dalla deviazione dal principio di proporzionalità, giungendo non sempre a conclusioni univoche. Grande interesse sul tema è stato manifestato anche dalla Commissione Europea, che ha rappresentato la fonte principale delle istanze al miglioramento e all'uniformazione della materia del

diritto di voto nelle società di capitali. Tra i motivi di tale interesse, è possibile rintracciare l'esistenza di rilevanti implicazioni tra la struttura proprietaria del capitale sociale e i meccanismi di funzionamento dei mercati economici e finanziari.

Nell'ottica del legislatore comunitario, presupposto imprescindibile per l'innovazione della disciplina è quello di conoscere a fondo la realtà dei singoli Stati membri e l'effettiva applicazione dei criteri di assegnazione dei diritti di voto: da ciò ha origine l'elevato numero di studi sul tema predisposti dalla Commissione Europea, in seguito ai quali è stato possibile delineare il quadro sistematico degli assetti proprietari delle società operanti nel contesto europeo.

Le argomentazioni a favore del principio di proporzionalità evidenziano i grandi vantaggi in termini di massimizzazione del valore societario, riduzione dei rischi di estrazione di benefici privati dal controllo e incremento dell'efficienza del governo societario in conseguenza degli incentivi forniti dai meccanismi di mercato. In aggiunta, la proporzionalità diretta tra partecipazione al capitale e diritti di voto attribuisce il potere di influire sulle scelte di governo a quei soggetti che costituiscono i destinatari stessi delle conseguenze di tali scelte, implementando un processo decisionale improntato a criteri di efficienza economica e orientato al perseguimento di obiettivi di lungo termine, da realizzare anche attraverso un'attenta opera di *monitoring* dell'attività svolta dagli amministratori.

Allo stesso tempo, l'utilizzo del principio di proporzionalità riduce i benefici derivanti dalla quotazione azionaria della società e costituisce un ostacolo nel processo di finanziamento tramite ricapitalizzazione. Il rischio eccessivo di scalate societarie ostili produce l'effetto di scoraggiare le operazioni di *takeover* efficienti nella logica del mercato. Inoltre, la previsione legislativa di sistemi alternativi elimina la possibilità che le società facciano ricorso a meccanismi di attribuzione dei diritti di voto che presentano maggiore opacità e minore grado di desiderabilità sociale, come si verifica nel caso di strutture di gruppo piramidali e partecipazioni incrociate.

All'interno dell'ordinamento legislativo italiano, il principio di proporzionalità è stato considerato, fin dall'origine, il modello elettivo di correlazione della partecipazione finanziaria al potere sociale, ammettendo al contempo l'esistenza di una serie di deviazioni da esso. L'imperante processo di globalizzazione che ha investito i mercati finanziari e le giurisdizioni dei Paesi europei a partire dagli ultimi decenni del ventesimo

secolo, ha permesso di ampliare il campo d'azione dell'autonomia statutaria e di aumentare il grado di libertà con cui è possibile procedere all'attribuzione dei diritti di voto nelle società di capitali.

Uno degli interventi di maggior rilievo nel panorama italiano può essere rintracciato nella *Riforma delle società di capitali* del 2003, per mezzo della quale il legislatore ha decisamente attenuato il tradizionale legame tra proprietà azionaria e diritti di voto: il provvedimento introduce la possibilità di limitare il diritto di voto, subordinarlo a particolari condizioni o addirittura sopprimerlo, attraverso l'eliminazione della necessaria compensazione patrimoniale del socio diminuito nel voto. La *Riforma* provvede, inoltre, ad estendere la facoltà di emettere azioni senza voto anche alle società di capitali non quotate, e permette alle stesse di attribuire il potere di voto anche ai titolari di strumenti partecipativi diversi dalle azioni.

L'unico divieto che permaneva intatto era quello concernente l'emissione di azioni a voto plurimo: nel giugno 2014, l'emanazione del *decreto Competitività* interviene per operare la definitiva frantumazione del tradizionale sistema ancorato al principio di proporzionalità ed ampliare ulteriormente l'ambito di operatività dell'autonomia statutaria. E' in seguito a questo provvedimento che alle società di capitali non quotate è ora concesso di procedere alla creazione di azioni a voto plurimo, mentre le società di capitali quotate sono legittimate a emettere azioni di fedeltà a voto maggiorato sul modello francese.

L'abrogazione del divieto di azioni a voto plurimo rappresenta la fase conclusiva del lungo processo di liberalizzazione normativa avvenuta all'interno del diritto finanziario e societario, a livello sia nazionale che internazionale; per mezzo del *decreto Competitività*, il legislatore realizza una preziosa opera di adeguamento dell'ordinamento normativo italiano all'evoluzione intercorsa nei mercati finanziari e aggiunge un tassello fondamentale nell'ambizioso progetto di uniformazione della legislazione comunitaria, portato avanti con decisione dalla Commissione Europea.

Se passiamo a considerare il contesto europeo ed internazionale, appare evidente come nella maggior parte dei Paesi ad economia avanzata, oggetto di studio della presente trattazione, sia riscontrabile un'applicazione non eccessivamente rigorosa del principio di proporzionalità. Gli ordinamenti ammettono l'esistenza di meccanismi alternativi al criterio "*one share, one vote*", sebbene la loro attuazione sia generalmente subordinata

ad una serie di vincoli che mirano a contenerne gli effetti ritenuti potenzialmente pericolosi nell'ottica della stabilità del sistema.

Per quanto concerne le azioni a voto plurimo, le restrizioni imposte dai legislatori consistono nella previsione di un importo massimo di emissione, solitamente pari alla metà del capitale sociale, e nella limitazione del numero di voti aggiuntivi che ogni azione conferisce al suo titolare. A ciò si aggiunge la necessità di neutralizzare l'efficacia del voto multiplo in alcune situazioni di particolare rilevanza per il corretto funzionamento dell'organismo sociale e del sistema di mercato, come avviene nei casi di deliberazioni assembleari per le quali sono richieste maggioranze qualificate e altresì in occasione di offerte pubbliche d'acquisto. Nelle suddette circostanze, il legislatore dimostra chiaramente di voler anteporre l'interesse generale del mercato a quello personale dei soci, approntando un meccanismo di tutela che elimina alla radice il rischio che evidenti scostamenti dal principio di proporzionalità si risolvano in gravi distorsioni dei principi alla base del sistema di scambi.

A conferma della notevole diffusione dei metodi alternativi al principio di proporzionalità, è possibile notare che, in periodi molto recenti, un numero sempre maggiore di società in forte crescita, operanti nel settore *hi-tech*, ha fatto ampiamente ricorso all'emissione di azioni a voto multiplo, quale presupposto per realizzare operazioni di quotazione azionaria che garantissero al contempo la stabilità del controllo societario in mano ai soci fondatori e, dunque, la possibilità di mantenere o acquisire il potere decisionale con un investimento finanziario relativamente ridotto.

Il presente lavoro di tesi trova le sue fondamenta in un'impostazione metodologica che ripercorre interamente la storia legislativa italiana in materia di diritto di voto nelle società di capitali, a partire dalle prime forme di regolazione che hanno accompagnato la nascita e la diffusione del modello di società per azioni negli ultimi decenni del diciottesimo secolo fino ad arrivare al quadro normativo dei nostri giorni, come modificato dall'emanazione dei più recenti provvedimenti legislativi.

Alla base di tale configurazione tecnica vi è la ferma convinzione che l'analisi dell'attuale assetto operativo non può prescindere dall'illustrazione dei principali eventi economico-sociali che hanno contribuito alla formazione della struttura normativa del nostro Paese.

La corretta interpretazione dei radicali mutamenti avvenuti nell'ambito della realtà giuridico-economica italiana, ascrivibili al fenomeno di progressiva affermazione della logica del mercato, presuppone un costante riferimento alla legge; da ciò, la grande importanza attribuita al processo legislativo quale necessario strumento per assecondare e favorire il progresso economico.

Vengono, pertanto, passate in rassegna quelle che sono le principali tappe percorse dal legislatore nazionale, riconducibili, inizialmente, alle forme di codificazione normativa di fine ottocento e metà novecento, per mezzo delle quali si provvede a dare forma composita alla disciplina societaria. A partire dagli anni seguenti il *Codice Civile del 1942*, la crescente consapevolezza circa la particolare natura della materia, maturata in seguito all'idea del ruolo fondamentale che un efficiente mercato finanziario svolge in termini di supporto allo sviluppo del sistema economico, ha fatto in modo di assoggettare la regolamentazione finanziaria alle disposizioni delle leggi speciali.

E' in quest'ottica che va interpretata la *legge n. 216 del 7 giugno 1974*, tramite cui fu introdotta in Italia la categoria delle azioni di risparmio, con l'obiettivo di favorire l'investimento nei grandi complessi azionari del Paese per quella classe di soggetti completamente disinteressati alla gestione societaria e attenti soltanto al rendimento economico del loro investimento.

Gli sviluppi successivi della disciplina appartengono alla storia legislativa recente e possono essere rintracciati nelle disposizioni della *Riforma delle società di capitali del 2003* e nel dettato del *decreto Competitività*.

Il piano dell'analisi si sposta, poi, sulla considerazione dei tratti peculiari della legislazione finanziaria e societaria in vigore, sottolineando l'importanza del processo di liberalizzazione che ha investito il sistema economico negli ultimi anni e che ha condotto al parallelo abbandono dei canoni di standardizzazione e tipizzazione normativa al rispetto dei quali era stato improntato l'*agere* degli operatori del mercato.

Enfasi viene posta sulla grande varietà di metodi con cui è attualmente possibile procedere alla delineazione degli assetti proprietari nelle società di capitali in alternativa al principio di proporzionalità, senza tralasciare una dettagliata descrizione degli aspetti positivi e negativi della loro applicazione in termini di *performance* aziendale, strategie operative degli emittenti strumenti finanziari, nonché reazioni degli investitori sul mercato dei capitali.

La constatazione della volontà del legislatore di legittimare le evoluzioni del mercato finanziario attraverso il riconoscimento normativo dell'avvenuta recisione nel legame tra rischio d'impresa e potere sociale è accompagnata dall'illustrazione dei risultati di un'indagine circa l'effettivo grado di utilizzo dei sistemi di attribuzione dei diritti di voto alternativi al principio di proporzionalità. Le evidenze empiriche mostrano tendenze alquanto differenti tra società quotate e società non quotate.

Nel primo caso, è possibile rilevare uno scarso interesse degli azionisti a ricorrere a sistemi non proporzionali, con la conseguenza che l'unica deviazione dal principio "*one share, one vote*" è rappresentata dalle azioni senza diritto di voto, utilizzate in particolare durante l'ultimo decennio del ventesimo secolo e progressivamente abbandonate nel corso degli anni, in seguito all'insorgere di una serie di fattori che ne hanno fatto venire meno i vantaggi sul piano della struttura finanziaria per i quali erano state concepite.

Per quanto riguarda le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, invece, larga diffusione è stata conosciuta dalle azioni a voto limitato e a voto condizionato, oltretutto, successivamente alla *Riforma delle società di capitali* del 2003, dalle azioni prive del diritto di voto, utilizzate in tutte le configurazioni tecnicamente ammissibili dalla legge.

L'emanazione, oltremodo recente, del *decreto Competitività*, non permette di svolgere un'analisi approfondita in merito all'utilizzo di azioni a voto plurimo da parte delle società di capitali italiane, essendo troppo grande il rischio che la totale assenza di adeguate evidenze empiriche finisca col condurre alla formulazione di considerazioni fuorvianti al riguardo.

Ciò non impedisce di riportare l'atteggiamento di grande favore con cui è stato accolto il provvedimento negli ambienti capitalistici italiani, in base del quale è lecito supporre che l'impiego di azioni a voto multiplo conoscerà particolare diffusione già nell'immediato futuro. Sulla scorta delle esperienze maturate in alcuni dei maggiori Paesi della scena europea e internazionale, e, soprattutto, alla luce delle numerose raccomandazioni formulate dalla Commissione Europea in direzione del miglioramento e dell'uniformazione della regolamentazione finanziaria, il legislatore nazionale ha ritenuto necessario intervenire per aggiornare la disciplina del diritto di voto e dotare le società italiane di ulteriore strumento tramite cui effettuare la raccolta di risorse finanziarie sul mercato.

Trovano, in tal modo, accoglimento le istanze di rinnovamento provenienti da larga parte del ceto imprenditoriale, da sempre molto interessato alla prospettiva di consistenti vantaggi sul piano economico da ottenere per mezzo di strutture proprietarie costruite sulla base di metodi non proporzionali.

A questo punto, si rende necessario ampliare l'orizzonte dell'analisi fino ad effettuare un esame delle implicazioni dei metodi di attribuzione dei diritti sociali in ambito europeo e internazionale. A partire dai primi anni del nuovo millennio, infatti, il problema dell'identificazione di un criterio ideale ha ricevuto sempre maggiore attenzione e ha costituito il motivo principale alla base dell'intensa attività di ricerca approntata dalla Commissione Europea sulla struttura finanziaria e partecipativa delle imprese operanti sul territorio comunitario.

Attraverso la realizzazione dei numerosi studi, la Commissione si proponeva di tratteggiare i caratteri generali della disciplina finanziaria e societaria, in tema di diritti di voto e corrispondenza tra proprietà del capitale e potere sociale, in vigore nei Paesi dell'Unione Europea e provare a formulare una soluzione ottimale di comune applicazione in vista degli obiettivi di uniformazione legislativa.

Tra questi, grande importanza riveste il *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, preparato congiuntamente dall'*Institutional Investor Services*, dallo *European Corporate Governance Institute* e dallo studio legale *Sherman & Sterling* nel 2007. L'indagine ha ad oggetto la struttura patrimoniale e azionaria di un campione composto da più di quattrocento imprese operanti nel territorio di sedici Stati membri dell'Unione Europea e fornisce il quadro complessivo dell'effettivo utilizzo del principio di proporzionalità, nonché delle modalità alternative di correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria al loro interno.

L'attività di ricerca ha fatto luce su una realtà che si presenta alquanto disomogenea e frastagliata, evidenziando lo stretto legame esistente tra la struttura partecipativa e finanziaria delle società in un determinato Paese e gli elementi della tradizione culturale, economica e legislativa dello stesso, che nella grande maggioranza dei casi ha condotto alla concessione, da parte dei rispettivi legislatori, della possibilità di derogare ampiamente all'utilizzo del principio "*one share, one vote*" in senso stretto, attraverso la previsione di ulteriori metodi di attribuzione dei diritti di voto.

In questo modo, è stato possibile ottenere una serie di riscontri empirici di elevata importanza pratica: facciamo riferimento alla completa individuazione e illustrazione dei meccanismi di correlazione tra rischio d'impresa e potere sociale realmente esistenti nella realtà economica; alla valutazione dell'atteggiamento dei regolatori nazionali nei confronti del principio di proporzionalità, con un'interpretazione dettagliata di tutte le modalità con cui le imprese europee sono legittimate ad implementare la struttura partecipativa del loro capitale sociale, che ha permesso un confronto serrato tra l'insieme di ordinamenti normativi presi in considerazione; alla stima della misura effettiva con cui le società di capitali fanno ricorso al principio di proporzionalità e alle deviazioni da esso. Uno degli aspetti di maggior interesse dello studio in parola è rappresentato, infine, dalla valutazione dell'influenza che l'utilizzo di criteri di assegnazione dei diritti di voto alternativi al principio "*one share, one vote*" esercita sulle decisioni di investimento degli attori del mercato finanziario, in ordine al principio secondo cui l'utilizzo degli strumenti partecipativi all'interno delle società di capitali è determinato dalle pratiche economiche e dalle aspettative degli investitori.

Nella sua attività di indagine, la Commissione Europea si avvale del prezioso *background* analitico che scaturisce dall'imponente lavoro di ricerca svolto dalla letteratura teorica in tema di diritti di voto nelle società di capitali.

Nel corso del tempo, infatti, un gran numero di esponenti del mondo giuridico ed economico, di provenienza europea o extraeuropea, ha profuso notevole impegno alla ricerca di un sistema che potesse rappresentare la migliore soluzione al problema della correlazione dei diritti sociali alla partecipazione finanziaria, con la conseguenza di produrre un'elevata mole di materiale tecnico in cui è possibile rintracciare la formulazione di molteplici teorie al riguardo.

Nell'ottica del continuo dibattito in merito alla minore o maggiore opportunità di ricorrere all'utilizzo del principio di proporzionalità, lo sforzo teorico prodotto dalla letteratura presenta un carattere fortemente microeconomico, che procede in direzione dell'analisi di una serie di situazioni tipiche aventi un'elevata correlazione con l'aspetto della corretta allocazione dei diritti all'interno delle società di capitali.

Gli aspetti di maggior interesse sono quelli riguardanti, in primo luogo, i problemi del rapporto di agenzia tra amministratori e azionisti e altresì tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza; in secondo luogo, la relazione intercorrente tra l'utilizzo di

determinati strumenti partecipativi e l'azione discriminante del mercato. Grande rilievo riveste, infine, il ruolo che i metodi di attribuzione del diritto di voto nelle società di capitali giocano nei confronti delle decisioni inerenti la quotazione delle azioni in un mercato regolamentato.

La considerazione di tali dinamiche appare fondamentale per la corretta interpretazione degli schemi normativi approntati dagli ordinamenti regolamentari: solo in questo modo, è possibile procedere ad uno studio approfondito degli aspetti caratteristici della storia legislativa propria di alcuni Paesi europei, come Francia e Germania, ed extraeuropei, gli Stati Uniti, che presentano tratti comuni con il nostro, in termini di tradizione culturale e sociale o di impostazione giuridica della materia delle società di capitali.

La formazione della legislazione francese inerente la disciplina del diritto di voto nelle società di capitali è legata ad una serie di eventi storici i cui effetti sono ampiamente rintracciabili anche nell'azione del legislatore italiano; i due ordinamenti sono particolarmente simili in numerosi aspetti e si sviluppano lungo le linee di un processo evolutivo comune a entrambi. Fin dall'emanazione del *Code de Commerce* nel 1807, in Francia era riconosciuta la possibilità per le società di capitali di prevedere, all'interno del proprio statuto, la creazione di azioni che conferissero il diritto di voto in quantità maggiori all'unità: l'impostazione così delineata è rimasta invariata nel corso di tutto il ventesimo secolo, e la ritroviamo ancora oggi con l'unica variante rappresentata dalla previsione del principio di proporzionalità quale norma dispositiva a carattere generale, accompagnata dalla possibilità concessa a tutte le imprese di derogarvi ampiamente a beneficio dell'emissione di azioni a voto non pieno o a voto multiplo.

In questo Paese, gli ambienti economici e giuridici hanno manifestato da sempre una particolare predilezione per l'istituto del voto maggiorato, più di quanto potesse registrarsi in altri contesti, sebbene la sua applicazione risulti subordinata al rispetto di requisiti a carattere molto particolare, tipici dell'ordinamento transalpino.

Per quanto riguarda l'ordinamento tedesco, gli sviluppi della legislazione sul tema hanno condotto alla strutturazione di un quadro normativo alquanto differente rispetto alla situazione in essere in Italia e in Francia.

La materia in esame è disciplinata dalle disposizioni dell'*Aktien Gesetz*, il provvedimento normativo intervenuto il 6 settembre 1965 che prescriveva il rispetto del principio di proporzionalità e allo stesso tempo concedeva alle società la possibilità di deviare da tale

sistema allo scopo di delineare categorie azionarie fornite di diritti diversi, sia sul piano dei diritti di voto sia su quello dei benefici di natura patrimoniale.

L'impostazione così delineata permane fino al 1998, momento dell'entrata in vigore del *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich*: il legislatore tedesco si mostra particolarmente sensibile alla necessità di incrementare il livello di trasparenza della struttura partecipativa delle imprese e, più in generale, delle operazioni sul mercato finanziario aventi ad oggetto gli strumenti rappresentativi del capitale delle società quotate in borsa.

Si provvede, in tal modo, a eliminare la possibilità di utilizzo delle azioni a voto plurimo, nell'ottica di ristabilire un forte legame di corrispondenza tra entità della quota di capitale detenuta e diritto di voto assegnato in sede assembleare ai soci titolari delle azioni.

Alla base di scelte normative come quella appena illustrata, troviamo una serie di fattori che testimoniano la spiccata singolarità della realtà tedesca, da sempre particolarmente avversa nei confronti sia della minaccia che imprenditori esteri acquisiscano i pacchetti maggioritari delle imprese nazionali, sia del pericolo rappresentato dal rischio di concentrazione del controllo in mano a pochi soggetti, da cui deriverebbe un pregiudizio inevitabile all'efficienza dei meccanismi del mercato finanziario.

Se passiamo a considerare il caso degli Stati Uniti, possiamo affermare senza dubbio che la disciplina del diritto di voto rappresenta un caso di grande importanza nel panorama mondiale, a causa della grande particolarità degli elementi che ne sono alla base. Tale situazione deriva certamente dall'atteggiamento del legislatore e delle imprese nei confronti degli strumenti partecipativi alternativi al principio *"one share, one vote"*, che, per tradizione, hanno subito un'influenza notevole dagli ambienti di mercato; in aggiunta, per lungo tempo, la disciplina delle società di capitali ha presentato i caratteri della generalità e dell'indeterminatezza, e non era possibile riscontrare alcuna disposizione specifica inerente la materia del diritto di voto nelle società di capitali.

Attualmente, il rispetto del principio di proporzionalità è prescritto in tutti gli ordinamenti come norma dispositiva a carattere generale, sulla base del *Model Business Corporation Act*, senza che sia preclusa la possibilità di deviare da esso e procedere alla creazione di strumenti partecipativi dotati di diritti diversi, sia sul piano dei diritti di voto che su quello dei benefici patrimoniali, identificati come azioni a voto speciale, condizionato, limitato o totalmente escluso.

Ed è proprio la possibilità di emettere azioni a voto multiplo ha influenzato notevolmente le strategie finanziarie delle imprese statunitensi, rappresentando, in molti casi, un forte incentivo alla quotazione dei titoli su un mercato regolamentato: alla luce delle peculiari caratteristiche di tali azioni, per i soci fondatori si rende possibile controllare il governo della società tramite il mantenimento di una quota di capitale sociale limitata rispetto al totale. Molto spesso, infatti, si assiste alla quotazione delle sole azioni ordinarie della società, mentre quelle a voto multiplo sono destinate a rimanere in possesso di determinati soggetti e sono subordinate a discipline speciali che ne limitano la circolazione o ne prevedono la conversione in azioni ordinarie al momento del trasferimento ad un altro soggetto.

L'ultima sezione del lavoro di tesi provvede a fornire una valutazione dettagliata dei costi e dei benefici derivanti dall'abrogazione del divieto di azioni a voto plurimo in Italia, in relazione all'attività svolta da società di capitali quotate e da società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Grande attenzione viene posta sui numerosi incentivi che una struttura partecipativa basata sul rispetto di criteri non proporzionali fornisce agli azionisti, in direzione del processo di quotazione azionaria della società. Ne derivano vantaggi sul piano dell'efficienza allocativa, in quanto la previsione di meccanismi alternativi al principio di proporzionalità permette agli azionisti di reperire risorse finanziarie sul mercato dei capitali, attuando al contempo una netta separazione tra la sfera proprietaria e quella gestionale dell'organismo sociale. In questo modo, è possibile mantenere intatto il potere di controllo nelle mani dei soci fondatori ed eliminare il rischio di scalate societarie ostili, senza che ciò rappresenti un ostacolo alla crescita dimensionale della società.

Un altro aspetto rilevante associato all'utilizzo di sistemi non proporzionali può essere rintracciato nel meccanismo di riallocazione distributiva di costi e rischi che viene generato. Una struttura partecipativa *dual-class* comporta un grado di rischio maggiore rispetto ad un assetto proporzionale, con riflessi immediati sul prezzo delle azioni ordinarie immesse sul mercato. A fronte della possibilità di conservare il potere decisionale, dunque, aumenta il costo della raccolta di capitale, che risulta completamente internalizzato dagli azionisti in essere.

Nel caso particolare delle *loyalty shares*, la loro introduzione nell'ordinamento italiano risponde all'esigenza specifica di incoraggiare l'investimento di lungo termine nelle

società di capitali quotate, al contempo favorendo l'attuazione di una rigorosa attività di *monitoring* nei confronti dell'operato dei *manager*. Una simile impostazione produce effetti positivi in termini di stabilità del governo societario e riduzione della volatilità del prezzo azionario, con la conseguenza di rendere efficiente il processo di formazione dei prezzi sul mercato.

Sebbene l'ammissione del voto plurimo non sembri configurare violazione alcuna dei principi cardine che si trovano alla base del nostro ordinamento legislativo, primo fra tutti il principio di uguaglianza dei soci, l'emissione di azioni a voto multiplo pone una serie di problemi applicativi connessi alla compatibilità con la disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto, con le disposizioni in materia di trasparenza degli assetti partecipativi e, altresì, con il tema della eccessiva concentrazione del capitale in seguito a operazioni di ricapitalizzazione.

Le fattispecie in parola vengono affrontate alla luce dei contenuti della *Direttiva 2004/25/EC*, denominata "*Takeover Directive*", attraverso la quale il legislatore comunitario detta disposizioni a tutela dell'efficienza dei meccanismi di mercato, minacciati dai potenziali effetti distorsivi che derivano dall'emissione di azioni a voto plurimo. Tra queste, la previsione di maggior rilievo consiste nella neutralizzazione del voto plurimo in occasione di offerte pubbliche d'acquisto, essenziale per salvaguardare il corretto funzionamento del sistema economico generale.

Particolare attenzione viene posta sul problema della tutela degli azionisti di minoranza della compagine sociale, i quali sono esposti alla sopportazione di una serie di rischi, associati in maniera diretta alle caratteristiche strutturali delle azioni a voto multiplo. Tuttavia, l'emanazione del *decreto Competitività* ha mostrato un legislatore poco propenso all'adozione di misure dispositive nell'interesse degli azionisti minoritari: il *set* di tutele introdotto non sembra all'altezza di garantire loro un adeguato livello di protezione e pone le sue fondamenta sulla coesistenza delle disposizioni di stampo civilistico già esistenti con alcuni vincoli all'utilizzo delle azioni a voto multiplo, rintracciabili sostanzialmente nella regola di neutralizzazione e nelle limitazioni alla quantità di titoli emettibili e al numero di voti aggiuntivi che ognuno di essi può attribuire.

Inoltre, è necessario segnalare che, a partire da qualche anno a questa parte, grande interesse è stato riservato alla materia del diritto di voto nelle società di capitali, nell'intenzione di giungere alla quantificazione del valore che un singolo diritto di voto

riveste nell'ambito del quadro economico e sociale proprio dell'attività d'impresa. E' maturata la consapevolezza circa la fondamentale importanza che è necessario attribuire ai provvedimenti legislativi che modellano la disciplina in parola: ogni modificazione ad essa apportata, coincidente ad esempio con l'ammissione di una categoria azionaria o con il divieto di emettere particolari strumenti finanziari, comporta conseguenze dirette in termini di redistribuzione della ricchezza finanziaria tra le diverse classi di azionisti esistenti all'interno della società.

Alla luce di quanto appena illustrato, è possibile comprendere appieno la delicatezza del processo regolamentare in tema di diritti di voto messo in atto dal legislatore, e la grande attenzione che manager e azionisti dedicano alla costruzione della struttura partecipativa della società, cercando di ottenere la soluzione ideale attraverso l'utilizzo combinato degli strumenti azionari messi a disposizione dall'ordinamento nazionale.

Il tema è stato affrontato sotto vari punti di vista, riconducibili, innanzitutto, all'analisi dell'atteggiamento degli operatori di mercato nei confronti dei titoli rappresentativi del capitale di società aventi strutture non proporzionali, per i quali sembra esistere una chiara evidenza in favore dell'acquisto a prezzi che ne riflettono un valore scontato. La letteratura si è concentrata, poi, sulla questione dell'effettiva generazione di valore, nell'ottica del socio, derivante dalla emissione ed utilizzo di strumenti partecipativi in alternativa al principio di proporzionalità, con particolare riferimento a quelli che producono un effetto leva dei diritti di voto esercitati in assemblea, come le azioni a voto multiplo, e dalla predisposizione di meccanismi atti a prevenire scalate societarie ostili.

Dall'esperienza internazionale, infine, possiamo trarre un ulteriore ambito di riflessione in tema di rapporto tra *Corporate Governance* e struttura partecipativa delle società di capitali: alcuni recenti episodi di quotazione mostrano una stretta correlazione esistente tra le società del settore *high-tech* e il ricorso all'utilizzo di azioni a voto plurimo. Queste situazioni testimoniano in maniera chiara la grande importanza assunta dall'istituto del voto multiplo per imprese ad alto potenziale e bisognose di risorse finanziarie, e permettono di interpretare correttamente la portata delle raccomandazioni formulate dalla Commissione Europea in ordine all'uniformazione del sistema regolamentare comunitario, nonché la valenza delle innovazioni introdotte nell'ordinamento italiano dal *decreto Competitività*, per mezzo di cui il legislatore ha provveduto ad allineare la materia

del diritto di voto nelle società di capitali all'evoluzione nel frattempo intercorsa nei mercati finanziari.

Se, da un lato, grande valore tecnico rivestono l'intervento del legislatore italiano e l'intenso dibattito giuridico-economico che l'ha preceduto, dall'altro i maggiori esponenti in materia non hanno esitato ad esprimere il loro parere in merito all'opera di rinnovamento compiuta, non lesinando critiche né opinioni circa i miglioramenti che è necessario apportare all'impianto regolamentare, nell'ottica dell'ulteriore perfezionamento della disciplina.

La presente trattazione trova naturale conclusione nell'analisi dei maggiori orientamenti espressi sul tema da autorevole dottrina, intervenuti a coprire un ampio ventaglio di aspetti di particolare rilevanza economica, giuridica e tecnica; al contempo, non sembra possibile prescindere da una doverosa illustrazione dei contributi pervenuti al legislatore da larga parte della letteratura e della giurisprudenza, con l'obiettivo di tracciare le linee guida da seguire nello svolgimento della futura opera di implementazione normativa che attende il regolatore nazionale e che appare improntata sempre più a criteri di flessibilità e tempestività, caratteri tipici dell'operatività dei mercati finanziari.