



Nota Tecnica sul voto maggiorato in Italia e all'estero.

Nonostante la Relazione illustrativa al dl 91/2014 abbia sostenuto che tale revisione del diritto societario comporta molti vantaggi:

1. "rimette all'autonomia statutaria delle società in via di quotazione ovvero già quotate di prevedere azioni a voto maggiorato a beneficio degli azionisti di lungo periodo. [...] Una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio «*one share-one vote*» può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione in sede assembleare per gli azionisti di riferimento";
2. favorisce e semplifica l'accesso al mercato dei capitali;
3. dovrebbe ridurre il ricorso a patti parasociali, perché "l'obbligatorietà della regola «un'azione-un voto» può spingere le imprese a ricorrere alla stipula di patti parasociali o altri strumenti di rafforzamento del controllo tendenzialmente più opachi come, ad esempio, i gruppi piramidali";
4. in linea con la previsione relativa al «dividendo maggiorato» (non superiore al 10 per cento del dividendo ordinario) a beneficio degli azionisti, diversi dai soci di controllo, che abbiano detenuto in modo continuativo le azioni per un periodo individuato dagli stessi statuti, non inferiore ad un anno, può "consentire alle società quotande e quotate di prevedere una maggiorazione del voto come «premio di fedeltà» per gli azionisti di lungo periodo";

gli investitori istituzionali e i *proxy advisor* ritengono che non siano dimostrabili i benefici di stabilizzazione del controllo e incentivo al *long-term investment* che sono di norma evidenziati dai fautori del voto maggiorato e multiplo.

In particolare:

- i *proxy advisor* Frontis Governance ed Expert Corporate Governance Service hanno dichiarato che raccomanderanno di votare contro le modifiche statutarie volte all'introduzione del voto maggiorato nelle future assemblee di società quotate, <https://frontisgovernanceblog.wordpress.com/2014/12/09/frontis-governance-and-ecgs-commented-on-consobs-consultation-on-multiple-voting-rights/>;
- la politica di voto di ISS per le società quotate europee prevede "Vote for resolutions that seek to maintain, or convert to, a one-share, one-vote capital structure. Vote against requests for the creation or continuation of dual-class capital structures or the creation of new or additional super voting shares", <http://www.issgovernance.com/file/policy/2015europesummaryvotingguidelines.pdf>, pag. 15;
- la politica di voto di Glass-Lewis per le società quotate dell'Europa continentale prevede "generally opposed to measures that create different classes of shareholders or treat shareholder unequally....generally oppose proposal to implement loyalty programs for certain shareholders, since they unnecessarily create different classes of shareholders with disparate treatment", pag. 26;
- la politica di voto di ISS per le società quotate in Francia prevede "For French companies that: (i) did not have a bylaw allowing for double voting rights before the enactment of the Law of 29 March 2014 (Florange Act); (ii) and do not currently have a bylaw prohibiting double-voting rights; (iii) and either do not have on their ballot for shareholder approval a bylaw amendment to prohibit double-voting, submitted by either management or shareholders; or have not made a public commitment to submit such a bylaw amendment to shareholder vote before April 3, 2016. Then, on a case-



by-case basis, ISS may recommend against the following types of proposals: (i) the reelection of directors or supervisory board members; (ii) or the approval of the discharge of directors; (iii) or if neither reelection of directors/supervisory board members nor approval of discharge is considered appropriate, then the approval of the annual report and accounts;

- la politica di Glass Lewis specifica per le società quotate in Francia “while double voting rights are default in France, Glass Lewis favors their elimination ... because we believe is detrimental to equal exercise of shareholder rights. In our view, double voting rights unfairly privilege a small class of shareholders at the expense of others. Where a company has not proposed an opt-out clause in its articles of association by 2015 annual meeting and the implementation of double voting rights has not previously been approved by shareholders, Glass Lewis will recommend voting against the ratification of board acts for the previous fiscal year. In addition, we will recommend voting against the re-election of the members of the governance committee, or, in absence of a governance committee, the chairman of the board or the most senior director up for election.” pag. 14, <http://www.glasslewis.com/resource/guidelines/>

Come emerge anche dal *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, che contiene l'esito di uno studio commissionato dall'Unione Europea nel 2007 e realizzato da ISS in collaborazione con Shearman&Sterling e l'ECGI, le azioni a voto plurimo e quelle a voto maggiorato creano nella maggior parte dei casi una distorsione tra la proprietà e il potere di voto¹.

Prendendo in considerazione il contesto internazionale analizzato nel 2007, emerge inoltre che le azioni a voto maggiorato sono di fatto utilizzate in pochissimi Paesi: solo nello 0,2% delle società Usa (9 società su 4.400), in un ridotto numero di casi in Australia, Giappone, Hong Kong e in alcuni altri Paesi asiatici, oltre ad alcune esperienze negli Stati del Nord Europa² (in particolare Svezia, Finlandia, Danimarca e Olanda). Dove il voto plurimo è ammesso, in genere sono previsti anche limiti all'emissione di tali strumenti o all'esercizio dei relativi diritti di voto, oppure l'esercizio del diritto di voto plurimo può essere limitato in determinate occasioni nonché sono previsti quorum rafforzati per l'adozione di determinate delibere³. Si registra una applicazione massiccia del voto maggiorato solo in Francia, dove tuttavia, in tutti i casi in cui una assemblea è stata chiamata a esprimersi in merito all'ipotesi di esercitare l'*opt-out* previsto, si è registrato un voto compatto degli investitori istituzionali a favore dell'abbandono dell'istituto⁴.

Inoltre rappresenta un problema, come accennato, il fatto che la possibilità per le società di attribuire il voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, non sia stata riservata solo a quelle di nuova quotazione ma sia stata attribuita anche a società già quotate, senza neppure prevedere un diritto di recesso. In molte società, in base a questa previsione, chi possiede azioni da più di 24 mesi (comprese le famiglie imprenditoriali e lo Stato) potrà raddoppiare il proprio “peso” oppure ridurre fino alla metà il proprio sforzo economico potendo comunque mantenere il medesimo “peso” nella società. E' evidente l'effetto di stabilizzare all'infinito il

¹ Cfr. il *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, pag. 26.

² Per un esame approfondito dei dati relativi ai paesi dell'Unione europea cfr. il *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

³ Cfr. il *Quaderno Giuridico di Consob* n. 5 del gennaio 2014, p. 31, nel commentare il *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

⁴ Inoltre, come riportato nella risposta di Frontis Governance alla Consultazione Consob sulle proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo, a ulteriore riprova, “Secondo un'analisi condotta nel 2013 da Proxinvest, partner francese di ECGS, le risoluzioni respinte dalle assemblee delle società dell'indice SBF 120 sarebbero state circa il 60% in più, senza l'artificio del doppio voto.



controllo di alcuni azionisti con la metà dello sforzo. Deve essere quindi attentamente valutata l'opportunità di rischiare che, con tale previsione, sia ulteriormente incentivata l'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di riferimento sebbene in ragione dell'esigenza di incentivare la quotazione, ridurre le barriere finanziarie per la costituzione di posizioni di controllo e favorire una maggiore diversificazione del portafoglio. Se tali disposizioni si rivolgessero esclusivamente a società di nuova quotazione, probabilmente prevarrebbero i benefici sugli svantaggi.

Sebbene possa essere condivisibile l'ulteriore intenzione del legislatore di contrastare con tale disposizione le strutture di gruppo piramidale e le partecipazioni incrociate, che consentono a un soggetto di controllare una quota di diritti di voto superiore a quella dei diritti patrimoniali, deve essere attentamente valutato il rischio che sia stato comunque introdotto uno strumento, quale il voto maggiorato, che è anch'esso uno strumento di rafforzamento del controllo, e che, come tale, se non adeguatamente bilanciato, perpetuerà gli effetti distorsivi già noti nel mercato italiano.

Considerato però che il legislatore non solo ha esteso la previsione anche alle società già quotate, ma ha altresì previsto una esplicita deroga⁵ alla maggioranza richiesta per favorire modifiche statutarie volte a introdurre la possibilità di attribuire la maggiorazione del voto, vi potrebbero essere - come evidenziato nel Quaderno Giuridico di Consob n. 5 del gennaio 2014 - "rischi di maggiori potenziali conflitti di interessi in capo agli azionisti di controllo che potrebbero penalizzare i soci di minoranza" e che dovrebbero quindi essere mitigati con "un set di tutele a favore"⁶ loro. Nel commentare le *loyalty shares* francesi, il Quaderno Consob rileva come, pur non rappresentando "una categoria speciale di azioni, bensì un mero sistema di attribuzione del diritto di voto, che aggiunge alla regola della proporzionalità un'altra regola, ossia quella di attribuzione di un voto doppio alle azioni possedute per un certo periodo di tempo", tuttavia, "al pari di altri meccanismi che derogano al principio "un'azione - un voto", il diritto di voto doppio deve, in ogni caso, essere oggetto di particolare trasparenza"⁷. Inoltre, il Quaderno suggerisce in generale per tutte le forme di deviazione dal principio proporzionale del voto di prevedere adeguate tutele per le minoranze, quali, per esempio, "un limite quantitativo all'emissione di azioni a voto multiplo rapportato al capitale sociale, un limite all'utilizzo del voto plurimo in relazione a determinate delibere dell'assemblea dei soci o rispetto alle quali siano richieste maggioranze qualificate, l'obbligo di convertire le azioni a voto multiplo in azioni ordinarie al venir meno delle ragioni economiche che ne hanno giustificato l'introduzione, ecc.". Il Quaderno suggerisce infine che tali decisioni non siano delegate all'organo di amministrazione ma che l'assemblea possa deliberarle se non vi sia il voto contrario di una minoranza di soci che rappresenti un certo quorum del capitale sociale.

Non è un caso che nelle conclusioni del "Report on the Proportionality Principle in the European Union", si legga che "a majority of investors surveyed perceive all CEMs negatively. [...] CEMs that investors perceive most negatively are priority shares, golden shares, multiple voting right shares and voting rights ceilings".

⁵ In proposito L. Enriques ha commentato nell'articolo "La partita del voto multiplo" (Il Sole24Ore, 26 agosto 2014) che la previsione del quorum agevolato "entra a gamba tesa in rapporti contrattuali in essere, modificandoli in senso peggiorativo per la parte più debole, gli azionisti di minoranza. C'è solo da sperare che nessun socio di controllo approfitti di questa possibilità. Il danno reputazionale per l'intera Borsa Italiana presso i mercati internazionali sarebbe notevole. Se nessuno ne approfitta, invece, è solo la brutta figura di qualche improvvisato policy maker"

⁶ Cfr. p. 61 e ss. del Quaderno Giuridico di Consob n. 5 del gennaio 2014.

⁷ Cfr. p. 37 del Quaderno Giuridico di Consob n. 5 del gennaio 2014.