

L'opinione

ALESSANDRO DE NICOLA

IL VOTO PLURIMO NELLA FORESTA PIETRIFICATA

Questa crisi del Covid 19 ci ha abituato a non fare troppo affidamento sulle bozze "semi definitive" o "definitive" dei Dpcm o dei decreti legge. Anche nel caso del decreto Rilancio, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 19 maggio, è sparita una norma che sembrava ormai acquisita. Si trattava della possibilità di permettere l'emissione di azioni a voto plurimo anche alle società quotate, facoltà oggi preclusa. Di che si tratta e perché un cavillo di diritto societario è invece un tema molto importante?

Le azioni a voto plurimo assegnano più voti rispetto alla proporzione di capitale sociale detenuto. Per fare un esempio semplice, un'azione pari a un millesimo del capitale sociale potrebbe invece rappresentare un cinquecentesimo dei diritti di voto nelle assemblee societarie. Si tratta di uno strumento molto diffuso in alcune giurisdizioni: dalla Svezia, dove la famiglia Wallemborg ha tradizionalmente controllato molte imprese con un impegno di capitale minimo, all'Olanda fino agli Stati Uniti. Anche in Italia le azioni a voto plurimo sono possibili per le società non quotate fino a un multiplo di tre voti per partecipazione. Anzi, quando una società decide di quotarsi avendo già emesso questo tipo di titoli li può tenere in vita. Il nostro ordinamento conosce altresì le cosiddette azioni a voto maggiorato, emettibili anche da società quotate. Questa tipologia di titoli premia la fedeltà degli azionisti, nel senso che lo statuto della società può prevedere per i soci che detengono azioni per almeno 24 (o più) mesi un premio che al massimo ne raddoppi i diritti di voto ("two is mej che one", recitava una famosa pubblicità). Nel momento che gli azionisti vendono i titoli però, essi perdono il privilegio. Orbene, le azioni a voto plurimo sono viste con disfavore da una parte notevole degli studiosi per due motivi: una divaricazione tra potere e reponsabilità e il congelamento degli assetti proprietari. Detto in modo più semplice questo significa che i possessori di azioni a voto plurimo possono investire 1 e comandare per 3, ottenendo lo stesso risultato che in Italia si ottiene con le scatole cinesi (grosso modo: A controlla il 51% di B, che possiede il 51% di C proprietaria del 51% di D. A controlla D con l'equivalente del 13% del capitale sociale). Tale situazione incoraggia comportamenti non virtuosi, come la cosiddetta estrazione dei benefici privati del controllo (lucrosi compensi per gli amministratori, contratti con altre società della propria galassia, eccetera) sapendo di rischiare poco. Inoltre, l'attuale socio dominante si arrocca e diventa impossibile lanciare un'Offerta pubblica di acquisto ostile per acquisire il controllo della società quotata. Proviamo a immaginare nel tentativo in corso da parte di Intesa di acquisire Ubi se il gruppo di maggioranza relativa avesse avuto azioni a voto plurimo triplo. Gioco, partita, incontro senza nemmeno scendere in campo. Ora, nel caso specifico non do alcun giudizio se l'operazione

sia conveniente o meno, ma il poter tentare Opa ostili lo è sicuramente perché si dà l'opportunità a chi pensa di poter gestire meglio e valorizzare una società di acquisirne la proprietà. Naturalmente, se gli azionisti della società target riterranno il prezzo incongruo non se ne farà niente, ma il loro management sarà incentivato a essere sempre molto efficiente. A queste obiezioni si può replicare in vari modi. Il primo è che nelle società negoziate in Borsa si vota con i piedi: non piace uno statuto con titoli a voto plurimo? Si vende la quota e ciao, "kiss the baby and say goodbye". E se la società non è scalabile, perderà valore agli occhi degli investitori istituzionali e di minoranza che sanno di non poter mai contare su un premio offerto da uno scalatore. Per il socio di maggioranza questo si tradurrà in una diminuzione del prezzo pure delle sue azioni, quindi ci sono disincentivi di mercato all'opera per frenare scelte avventate. Inoltre, si potrebbero inserire dei correttivi, tipo che la modifica dello statuto deve essere approvata anche dalla maggioranza della minoranza. In cambio si assicura stabilità al management che potrà, insieme ai proprietari, programmare più a lungo termine rispetto alla cosiddetta tirannia delle trimestrali. Insomma, non siamo necessariamente di fronte a una situazione bianco/nero. Tuttavia, il contesto è importante. Un mercato borsistico vigoroso, con masse di capitali pronte a spostarsi velocemente e con una feroce autorità di controllo a sorvegliarlo, può forse permettersi le azioni a voto plurimo. Quello italiano è invece asfittico e con poche società ad azionariato diffuso, già contempla le azioni a voto maggiorato (nonché quelle senza diritto di voto) e il voto plurimo ante quotazione; su di esso incombe minaccioso il golden power del governo (peraltro il maggiore azionista a Piazza Affari) che scoraggia scalate, non ha mai regolato le scatole cinesi, ha una norma (per certi versi benefica) che obbliga chiunque superi il 25% del capitale di grandi società a lanciare un'Offerta pubblica totalitaria per il 100% (rendendo molto caro il passaggio di controllo), ammette che gli amministratori non siano passivi se c'è un'offerta di acquisto e lascia tranquillamente in vigore i sindacati di blocco esistenti (fino al 2009 diventavano inefficaci in caso di Opa). Ebbene, evitare di aggiungere un altro tassello che trasformasse il mercato italiano in una foresta pietrificata forse non è stato un male.

L'opinione



In una Borsa asfittica e con poche public company l'azione che vale più di un diritto finirebbe sicuramente per irrigidire il mercato