Andrea Zoppini

Patti di sindacato, possesso mediato e azioni a voto multiplo o maggiorato

1. Il fine che le pagine che seguono si ripropongono non è quello di esaminare nel dettaglio gli istituti evocati nel titolo – patti di sindacato, possesso mediato, strutture piramidali e azioni a voto multiplo e maggiorato – quanto, piuttosto, quello di sollevare alcuni interrogativi e di provare a fornire loro una risposta, seppure provvisoria e senz'altro apodittica.

2. Tutti gli istituti appena richiamati sono caratterizzati da un *trait d'union*, costituito dalla sussumibilità sotto l'acronimo CEM (*control enhancing mechanism*), con il quale si è soliti indicare gli strumenti volti ad agevolare il controllo societario.

Che quest'aspetto rappresenti un problema per il nostro ordinamento è circostanza a tutti nota, al pari di quella per cui il mercato di borsa italiano conosce, tra tutti, il *gap* maggiore tra prezzo delle azioni di controllo e prezzo delle azioni non di controllo.

Benché negli ultimi anni, secondo quanto emerso da uno studio Banca d'Italia-Consob del 2011, si sia assistito ad una significativa riduzione di questa distanza, dal 30% al 20% circa, permane il primato, senz'altro negativo, del nostro Paese con riferimento al differenziale di valore tra le suddette categorie di azioni. Ciò, con ogni probabilità, si ascrive al fatto che è quello il valore collegato alla possibilità per il socio di controllo di estrarre benefici privati. Il tema richiederebbe, peraltro, un ulteriore studio soprattutto all'indomani dell'ingresso della disciplina delle operazioni con parti correlate, poiché tali procedure consentono, evidentemente, di operare una profilassi dei possibili conflitti.

3. È agevole intuire che molti dei dubbi interpretativi che, specificamente in tema di voto multiplo e voto maggiorato, si pongono derivano dalla soluzione di opzioni di natura sistematica, le quali, a loro volta, dipendono dalla composizione di questioni di politica del diritto. In tale sede, vorrei, pertanto, identificare alcune di tali que-

© Edizioni Scientifiche Italiane ISBN 978-88-495-3221-0

stioni e segnalare, con riguardo agli istituti in oggetto, alcuni problemi di natura teorica, analizzandone conseguenze e ricadute.

4. Anzitutto, occorre premettere che l'introduzione degli istituti del voto maggiorato e del voto multiplo è stata accompagnata da profonde, e talvolta vivaci, contestazioni. Invero, quando, in sede di riforma del diritto societario, fu proposta l'introduzione del voto multiplo, un'autorevole voce, nonché un affidabile interprete degli umori della comunità finanziaria milanese, espresse il proprio dissenso nei confronti delle modalità, ritenute eccessivamente semplicistiche e riduttive, di introduzione di un simile strumento, destinato, invece, ad avere una significativa incidenza sugli assetti di controllo delle società.

Insomma, quando nel 2003 si valutò l'introduzione del voto multiplo sembrò in effetti uno strumento eversivo rispetto agli assetti di controllo delle società (quotate) italiane, o comunque uno strumento del quale non si era in grado di apprezzare gli effetti.

Si trattava, però, di un diverso momento storico, in cui il modello di controllo fondato sulla coalizione tra vari soci aveva raggiunto il proprio apice. Al contrario, le coalizioni nel controllo delle società quotate italiano si vanno sfaldando, a causa dei frequenti disinvestimenti da parte di taluni soci, in particolare banche e assicurazioni.

In questa prospettiva non c'è, forse, da compiacersi molto della forse tardiva introduzione del voto multiplo, soprattutto se si considera che il massimo successo, nel nostro Paese, di tale istituto si è registrato negli anni '20, anni che senz'altro non rimandano ad un capitolo lieto della storia italiana.

5. Ciò premesso, e procedendo con l'analisi dei temi di politica del diritto, ritengo che le critiche nei confronti del superamento della regola "un'azione un voto", possano raggrupparsi intorno a due poli:

(i) il primo attiene al conflitto tra tipologie di azionisti, gli investitori, i fondi e i soci industriali;

(ii) il secondo concerne il rapporto tra mercato e controllo.

Per quanto sia difficile, ad ora, fare previsioni sugli effetti del voto multiplo e del voto maggiorato nella nostra esperienza, tre dati appaiono oggettivi e molto significativi in tale ottica, riuscendo, in un certo senso, a depotenziare il primo dei due problemi appena accennati.

(a) Il primo dato lo traggo dalla realtà francese, nella quale l'introduzione del voto maggiorato, come regola di *default* per tutte le società quotate, non ha avuto un'apprezzabile incidenza sul corso dei

ISBN 978-88-495-3221-0 © Edizioni Scientifiche Italiane

titoli. Posto che la caratteristica del voto maggiorato, differentemente rispetto al voto multiplo, risiede nel fatto che il primo non incide sull'unità di prezzo del titolo, l'esperienza francese attesta che non si ha un significativo impatto pregiudizievole per effetto dell'introduzione di tale istituto, né, pertanto, una valutazione negativa da parte di soggetti che non sono investitori di controllo.

(b) Ulteriori indicazioni obiettive si traggono da un approfondito studio del 2007, che ha coinvolto circa 470 fondi di investimento per un totale di quasi 5 miliardi di patrimonio gestito.

Esso rivela,

i) anzitutto, che gli investitori istituzionali, guardando al voto multiplo, tendono a collocarlo all'interno della gamma degli strumenti finalizzati a facilitare il controllo societario e lo interpretano, di conseguenza, in termini consimili ai patti di sindacato e alle piramidi;

ii) in secondo luogo, le opzioni di investimento e di disinvestimento degli investitori istituzionali sono, in un certo senso, molto piú legate ai fondamentali della società che all'esistenza di questi strumenti, i quali sicuramente incidono sulla valutazione degli investitori. Pertanto, richiamando un esempio tratto dall'esperienza italiana, la scelta di un soggetto che opera in un mercato regolamentato – ad esempio regolato dall'Autorità per l'energia – di introdurre o meno queste forme di tutela del controllo è, certamente, apprezzata da un investitore internazionale; tuttavia sarà valutata, in maniera piú significativa, ai fini di decidere se (o non) investire, l'affidabilità del regolatore.

(c) Il terzo dato che mi pare significativo lo desumo da uno studio del 2014, dal titolo di un saggio: «Una vittoria di Pirro?», il quale concerne, ancora una volta, l'esperienza francese.

Esso mostra che, in realtà, il voto maggiorato non favorisce tanto il primo socio quanto, paradossalmente, il secondo, ossia aumenta il valore ponderale di quest'ultimo a danno del primo. Volendo, anche qui, proporre un esempio, basti pensare ad una società governata da un patto di sindacato che si colloca intorno al 24% ed ha un socio antagonista al 7-8%. L'introduzione, in una siffatta situazione, dello strumento del voto maggiorato aumenta, evidentemente, il valore ponderale del secondo socio il quale avrà, cosí, maggiore forza, soprattutto nella circostanza in cui tale patto sia destinato, in un futuro prossimo, a sciogliersi.

È chiaro, pertanto, che le esperienze appena richiamate, pur non essendo univoche, forniscono importanti indicazioni ed accrescono gli elementi di valutazione a disposizione.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISBN 978-88-495-3221-0

6. Esiste, poi, un'altra area tematica – direi essenzialmente di politica del diritto – che riguarda anche i patti di sindacato e le piramidi.

Si è, da taluni, il piú autorevole è oggi senz'altro Guido Rossi, posto l'accento sulla dissociazione tra il rischio e la decisione, tra il potere di decidere e il costo di tale decisione, con un effetto negativo sulla *governance* societaria. Volendo sintetizzare questa posizione, potrebbe dirsi che esiste una correlazione economicamente efficiente tra potere e rischio.

Intanto, va detto che questa obiezione andrebbe spesa, indubbiamente, anche per i patti di sindacato e per le piramidi societarie (non solo per il voto multiplo).

In secondo luogo, il dibattito gli anni '20 e '30 e quello attuale non possono paragonarsi, non foss'altro perché, ad oggi, sono enormemente aumentati gli strumenti di valutazione *ex post*.

Anzitutto, le procedure per le operazioni con parti correlate, la cui disciplina dovrebbe, opportunamente, essere rivista proprio in relazione alla previsione del voto multiplo, già si pongono a presidio dei rischi che la maggioranza assembleare (magari minoritaria in termini di capitale economico) possa sfruttare l'istituto allo scopo di acquisire poteri e vantaggi ulteriori.

In un certo senso, l'esistenza di strumenti di valutazione *ex post* dell'azione amministrativa giustifica il fatto che vi sia una liberalizzazione *ex ante* dei modelli di composizione della maggioranza assembleare, modelli che favoriscono e valorizzano, come nel caso del voto multiplo e quello maggiorato, strumenti utili indirizzati ad accordare un maggior ruolo a chi sceglie di essere investitore di lungo periodo e interessato al controllo della società.

7. In tale quadro, esistono, inoltre, taluni problemi sistematici che possono raccogliersi intorno a tre riflessioni.

(*i*) La prima riflessione è quella che sorge dalla norma che non consente il cumulo tra voto maggiorato e voto multiplo.

Certamente, si può leggere tale norma come una previsione di natura eccezionale; tuttavia, a mio parere, la considerazione che da essa può trarsi è di carattere piú generale: c'è da chiedersi, invero, se non si tratti di un indizio significativo in ordine all'impossibilità di cumulare tra loro strumenti che mirano ad incrementare e facilitare il controllo societario.

Se questa fosse la lettura corretta, e se da questa norma doves-

ISBN 978-88-495-3221-0 © Edizioni Scientifiche Italiane

simo trarre un indice di natura sistematica generale, dovrebbe concludersi che non si possa, allo stesso tempo, essere titolari di azioni senza voto e azioni a voto plurimo, o rimettere agli strumenti finanziari l'elezione della maggioranza e degli amministratori.

(*ii*) La seconda riflessione è legata alla norma concernente gli effetti della cessione del controllo, la quale dà rilievo al possesso mediato, poiché anche questa può essere interpretata come un segnale dell'impossibilità di sommare i benefici di una struttura piramidale a quelli di una struttura che si affida al voto multiplo.

(*iii*) L'ultima circostanza sulla quale si vuole richiamare l'attenzione, e che, ancora una volta, attiene ai patti di sindacato ed alle azioni a voto multiplo e maggiorato, è il modo in cui tutto ciò si intrecci con la disciplina dell'OPA.

Deve, a questo riguardo, considerarsi che il superamento della soglia per effetto del voto maggiorato pone dei problemi, anche in termini di teoria, sul tema delle offerte pubbliche. Ciò in quanto, chiaramente, in siffatta ipotesi con l'offerta pubblica non si riparte proporzionalmente, tra tutti i soci, un valore del socio di controllo che può essere negoziato sul mercato.

Piuttosto, l'OPA si collega, in un certo senso, ad un valore d'uso.

È stato, tra l'altro, rilevato che la soglia OPA diviene, in tal modo, il limite all'interno del quale questi meccanismi funzionano: essa non è solo il livello al di sopra del quale il socio che acquista il controllo deve ripartire, con tutti gli altri, il plusvalore che deriva; diventa anche il livello al di sotto del quale è possibile fare operare questi strumenti, volti, come già sottolineato, a rafforzare il soggetto che detiene, nelle proprie mani, il controllo della società.

© Edizioni Scientifiche Italiane ISBN 978-88-495-3221-0