

## MAGGIORAZIONE DEL VOTO

25 ottobre 2024

L'argomento di cui tratteremo oggi concerne i fenomeni relativi alle maggiorazioni, partiremo dalle categorie d'azioni per poi concentrarci sui temi legati all'incremento dei diritti amministrativi, quella che viene in gergo anche chiamata tematica della maggiorazione del voto, e l'incremento dei diritti invece di carattere patrimoniale, cioè quella che viene anche definita come maggiorazione del dividendo. Ora questo tema sul quale mi soffermerò oggi, secondo me è di grandissima importanza. e cerco di, al di là dell'analisi della disciplina che poi faremo in maniera spero accurata, vorrei fare qualche considerazione di carattere generale perché queste discipline che sono contenute in parte nel codice civile ma anche in larga parte nel testo unico della finanza, hanno una valenza strutturale in ordine al ruolo del socio in queste società. E per comprendere questa rivoluzione, che io definirei una vera e propria rivoluzione copernicana, occorre fare qualche considerazione di carattere preliminare, cioè fare andare un po' indietro, per comprendere come si è andata evolvendo questa materia, intendo dire soprattutto quella riferita alla maggiorazione del diritto di voto. Allora, voi dovete sapere che in origine, intendo dire non ad Adamo ed Eva, ma sostanzialmente quando è iniziato lo sviluppo delle società per azione in Italia, che è un fenomeno, per quanto possa sembrare anomalo, relativamente recente, quindi data il finire dell'Ottocento, poco più di cent'anni fa, centocinquanta anni fa, dopo il codice di commercio del 1882 in realtà il diritto di voto non era concepito come per lungo tempo noi l'abbiamo concepito dopo il codice civile 42 cioè legato al principio un'azione un voto ma in realtà poteva essere conformato con modalità del tutto autonome Ed anzi, vorrei dire che l'Italia non era un paese particolarmente significativo da questo punto di vista, perché in realtà i meccanismi di graduazione del diritto di voto erano più diffusi in altri ordinamenti, in particolare quello su cui c'è maggiore letteratura, devo dire, anche dal punto di vista documentale e analitico sono gli Stati Uniti. Cosa succedeva, tanto per rendere più facile la comprensione? Che sostanzialmente più che intervenire sui diritti di voto, si interveniva sulla possibilità di esercitarli al superamento di certe solide. Cosa si faceva? si introduceva dei meccanismi per cui superata una certa partecipazione il numero di voti che tu potevi esercitare per le azioni eccedenti questa partecipazione era o annullato, ed era la forma aggressiva di concepire il limite quantitativo all'esercizio del diritto di voto, oppure era

regressivo in termini di incremento della partecipazione. andava decrescendo in funzione della crescita del numero di azioni che si detenevano. Perché questo? Perché sì, è vero che queste organizzazioni, adesso mi riferisco in particolare all'esperienza americana, avevano una logica capitalistica, quindi tenevano fortemente conto del principio per cui chi più investiva, chi più sottoscriveva, maggiore aveva diritto a votare. Però questo principio non era un principio assoluto, cioè non era concettualmente pensato come assoluto. Questa direi è una scoperta, o meglio una rilevazione della storia del diritto societario americano di cui dobbiamo essere debitori, soprattutto alla studiosa che era la Moreau americana, e che ci dà una visione interessante del fenomeno, perché noi che concepiamo queste organizzazioni come fortemente connotate dall'adesione al principio capitalistico, poi ci rendiamo conto che in realtà, alla prova dei fatti, nel periodo di primo sviluppo di questo tipo di organizzazioni questo principio non era così radicato o comunque così rispettato. Poi, pian piano, questi meccanismi che tendevano a tailorizzare, a porre un limite quantitativo all'esercizio del diritto di voto, sono andati un po' scemando. fin tanto che non si è verificata la Prima Guerra Mondiale. La Prima Guerra Mondiale è stata, soprattutto i fenomeni successivi alla Prima Guerra Mondiale, hanno avuto un impatto sul diritto societario notevolissimo per due ordini di ragione. Una economica, nel senso che per la prima volta, almeno qui oggettivamente parlo dell'Europa e dell'Italia, questo va un po' contestualizzato, Ci siamo trovati di fronte a un sistema produttivo che si è espanso in maniera incrementale, ma con un incremento geometrico, perché la necessità di avere un'economia di guerra che fosse in grado di fronteggiare Un fenomeno di quelle proporzioni, voi dovete ricordare che la Prima Guerra Mondiale è stata per certi versi, per l'impatto direttamente sulle popolazioni, forse addirittura più devastante della Seconda Guerra Mondiale. Inoltre, durante lo stesso periodo di tempo si sono verificati dei fenomeni pandemici enormi, pensate al caso dell'influenza cosiddetta spagnola, quindi il numero di morti che ci sono stati durante il periodo della Prima Guerra Mondiale, tra guerra, pandemia ed altro, è stato veramente enorme. ma soprattutto quello che è stato di grandissimo impatto è ciò che è avvenuto dopo finito il primo conflitto mondiale perché voi dovete pensare che in quel momento le economie di guerra europee che erano quelle più coinvolte nel conflitto Si sono dovute trovare a fronteggiare quello che era invece l'avvio della crescita economica, dello sviluppo economico travolgente negli Stati Uniti, cioè si è verificato un fenomeno di inversione. Fino a quel momento, fino alla fine della Prima Guerra Mondiale, diciamo, la ricchezza economica era sostanzialmente collocata in Europa, finita la Prima Guerra Mondiale e sono stati, diciamo, questa rilevanza economica si è

trasferita dall'Europa agli Stati Uniti. Qui forse il libro più interessante che voi potete leggere su questo argomento, che secondo me resta tuttora un po' insuperato da questo punto di vista anche per la visione del fenomeno, è dell'estremo occidente di Geminello Alvi, che effettivamente forse per primo ha colto il significato di questo trasferimento della primazia economica dall'Europa agli Stati Uniti. Ciò è stato dovuto al fatto che sostanzialmente l'economia inglese per alimentare finanziariamente l'economia di guerra ha liberato gli investimenti che aveva negli Stati Uniti, che era il grande bacino finanziario da cui traeva la propria ricchezza, la propria rendita monetaria, la propria rendita economica e quindi si è sostanzialmente impoverito, ma questo ha vantaggio negli Stati Uniti. Nel contempo la piazza finanziaria new yorkese ha assunto un ruolo preminente rispetto a quella che era la piazza finanziaria londinese, che fino a quel momento era stata la principale piazza finanziaria mondiale. E un fenomeno sostanzialmente parallelo-analogo si deve alle economie dei paesi continentali, perché sia l'economia tedesca sia quella francese, non parliamo di quella italiana che era molto sottosviluppata, sicuramente hanno avuto uno shock derivante dalla economia di guerra. Shock che poi si è protratto dopo la Prima Guerra Mondiale e soprattutto per quanto riguarda la Germania in relazione alle sanzioni che furono applicate a seguito dei trattati che definirono poi l'assetto post Prima Guerra Mondiale. dovete tener conto che per certi versi la natura epocale dell'evento della prima guerra mondiale è caratterizzata anche dal fatto che sostanzialmente due enormi imperi come erano l'impero russo e quello austro-ungarico cessarono la loro vita, perché quello russo fu soppiantato dalla rivoluzione bolscevica mentre l'impero austro-ungarico sostanzialmente si smembrò anche come impero perdente dopo la prima guerra mondiale, quindi dal punto di vista geopolitico un evento catastrofico e anche economico. Perché contestualizza in questo modo? Perché ciò spiega le ragioni che portarono in tutti i paesi europei, dopo la prima guerra mondiale, a uno sviluppo spropositato delle azioni a voto plurimo. La giustificazione era sostanzialmente da individuare nel fatto che le economie postbelliche europee volevano proteggersi dal rischio che, diciamo sostanzialmente, il capitale finanziario americano in Europa potesse impossessarsi delle principali imprese europee. Se voi andate a leggere la letteratura di quel periodo, scoprirete che sostanzialmente la motivazione principale che giustificava l'emissione di questo tipo di azioni in tutti i paesi europei, non è molto rilevante andare a vedere quali, ma tutti erano coinvolti in questo meccanismo, in particolare Francia, Germania, ma anche Italia, era proprio questo. la necessità sostanzialmente di creare una barriera all'ingresso di capitale straniero che potesse in qualche maniera, attraverso questa

prevalenza, attraverso un'applicazione pedistica del principio capitalistico, realizzare sostanzialmente l'acquisizione del controllo sulle imprese europee fortemente indebolite dalla decrescita immediata dell'economia dopo il primo conflitto mondiale. che voi dovete pensare che sostanzialmente molte di queste imprese che avevano avuto un sviluppo enorme con l'economia di guerra si sono trovate immediatamente dopo necessitate a riconvertire la loro attività produttiva in un'economia invece non di guerra ma militare, quindi un'economia civile che tra l'altro per quanto riguarda specificamente l'Italia era un'economia debole, perché l'Italia non era un paese particolarmente sviluppato. Per quanto riguarda la Germania, per fare qualche esempio, era un paese che sopportava il costo enorme delle sanzioni dovute all'esercimento dei danni di guerra, e che quindi era un'economia molto in crisi, poi da lì partì anche i fenomeni di stagflazione, di iperinflazione che poi portarono durante il periodo di Weimar ai fenomeni che voi conoscete, di svalutazione permanente del marco tedesco, del Reichsmark e poi ovviamente non era una conseguenza della crisi economica, ma anche della crisi economica all'avvento del nazismo in Germania con l'elezione del 1930. Come avveniva questo, cioè come facevano e perché era particolarmente eclatante questo meccanismo? Perché sostanzialmente venivano fatte delle emissioni di azioni, degli aumenti di capitale sostanzialmente, in cui venivano attribuiti, venivano sottoscritte delle azioni con un numero di voti elevatissimo. Pensate che anche in Italia esiste una statistica, alcune statistiche in Italia che dimostrano che addirittura c'erano fenomeni come emissione di azioni, un'azione con 120 voti, tanto per darvi una dimensione della maggiorazione del diritto di voto, erano molto consistenti. Quindi con pochissime azioni si realizzava sostanzialmente il controllo della società. Questo fenomeno ha avuto diversi, diciamo, ha avuto un'evoluzione molto particolare che in parte è collegata a meccanismi non di carattere giuridico ma prevalentemente di carattere politico cioè il venir meno in Europa delle azioni al voto plurimo non è stata una conseguenza di una scelta legislativa conseguente alla affermarsi per esempio di un'economia, a rafforzarsi dell'economia azionaria che quindi rendeva innecessario procedere a continuare in questa scelta, ma è stata la conseguenza di una svalutazione di carattere extra giuridico, prevalentemente di carattere politico, adesso cerco di spiegare. Sostanzialmente si sono affermati due modelli, il primo è il modello francese e l'altro il modello italiano tedesco il modello francese ha portato a seguito di un movimento degli anni 20-30 di forte criticità circa questo utilizzo stravolgente e anche un pochettino fortemente fortemente incrementale l'elezione a voto plurimo portò alla elaborazione di una legge che venne approvata all'inizio degli anni 30 con la quale si vietava il voto plurimo e si introduceva

il cosiddetto voto doppio. Cosa è il voto doppio? Adesso cerco di spiegarlo meglio, poi lo spiegherò meglio successivamente. È sostanzialmente non già una possibilità di esercitare con un'azione più voti, quanto del diritto a raddoppiare il numero di voti esercitabili se si mantiene in portafoglio l'azione per un certo periodo di tempo. cioè è sostanzialmente una vera e propria maggiorazione del diritto di voto perché io incremento il diritto di voto in funzione della detenzione della partecipazione e questo modello è stato il modello che sostanzialmente è rimasto fino ad oggi sostanzialmente Il modello prevalente in Francia, dico fino ad oggi perché sostanzialmente la modifica di questo modello è proprio avvenuto nel 2024, ecco perché anche questa tematica a particolare ha rilevanza adesso, perché proprio nel 2024 è stato l'anno in cui sono avvenuti il maggior numero di cambiamenti in relazione al tema della maggiorazione del diritto di voto in Europa. Invece in Italia l'espulsione della maggiorazione del diritto di voto, che non è avvenuta attraverso una norma proibitiva, è essenzialmente la conseguenza politica dell'affermarsi delle dittature nazionalistiche in Italia e in Germania, cioè del nazismo e del fascismo. Con l'avvento, dopo il biennio rosso, dopo il 1922, in Italia e con l'introduzione dell'Acting Gesetz del 1937, uno in Italia di fatto, perché non ci furono più emissioni di azione a voto plurimo, in Germania proprio perché venne introdotta una specifica previsione dell'Acting Gesetz, non ci furono più emissioni di azioni a voto plurio, quindi il fenomeno si esaurì per ragioni politiche, sostanzialmente le barriere all'ingresso esistenti o comunque che sul piano amministrativo si potevano concretizzare attraverso la il carattere dittatoriale di questi regimi e la loro possibilità di imporre autoritativamente le proprie scelte anche di politica legislativa, fecero sì che il fenomeno si esaurì. In Inghilterra la cosa era un po' diversa perché in realtà non avevano in precedenza Tekito, perché comunque l'economia post bellica inglese non fu afflitta come quella europea da questo sorta di crash economico. Fu fortemente impoverita perché dovettero liquidare gli investimenti all'estero, ma di per sé stessa l'economia inglese in quel momento non è che subì un particolare influsso negativo, cioè una decrescita post bellica incredibile come in Europa. tra l'altro erano paesi che non erano stati distrutti dalla guerra perché non c'era stata guerra sul territorio inglese mentre c'era stata in Europa. E poi l'inglese, diciamo il meccanismo inglese a quel tempo era caratterizzato da altre scelte, per esempio quello delle preferred stock, cioè azioni che davano piuttosto delle maggiorazioni derivanti dalla preferenzialità amministrativa, cioè erano fortemente collegate a meccanismi di finanziarizzazione del rendimento del capitale investito, più che sulla possibilità di esercitare un controllo stabile sulla società, questo era il tema fondamentale. Forse questo era anche una conseguenza del

fatto che in Inghilterra si era già affermato un modello di public company diverso da quello dell'Europa continentale, questo forse giustifica anche questo diverso tipo di approccio in Inghilterra rispetto all'Europa. Quindi all'inizio della Seconda Guerra Mondiale, dopo le crisi del 1929, alla fine del periodo post bellico della Prima Guerra Mondiale, noi abbiamo un assetto normativo di questo genere. In Francia c'è il voto doppio, In Belgio fu abolito il voto plurimo a seguito di una norma di provenienza bancaria che lo vietava, in Germania era vietato dall'Aktiengesetz, in Italia non era più applicato e poi col codice del 42, specificamente il 2351, applicava in maniera assoluta il principio a un'azione un voto. In Europa le unici ordinamenti che conoscevano per un percorso tutto loro, che adesso sarebbe un po' lungo spiegarvi, che conoscevano e hanno mantenuto sempre la possibilità di esercitare, di utilizzare l'azione Voto Plus, erano i paesi scandinavi, essenzialmente Danimarca, Norvegia, soprattutto Svezia e Finlandia. Tutta la Svezia e la Danimarca erano due paesi nei quali, addirittura forse erano i primi paesi nei quali il fenomeno si era sviluppato. perché in questi paesi sostanzialmente faceva premio l'esperienza di questo Kruger che era un finanziere all'inizio del Novecento che operando tra gli Stati Uniti e la Danimarca aveva creato quello che era l'impero del fiammifero, cioè tutta una serie di società controllate da lui tramite meccanismi di moltiplicazione del diritto di voto che producevano Fiammifel. Poi Kruger fallì, quindi questa esperienza fu un'esperienza prodromica che avviò il processo, ma comunque il processo rimase in piedi, tant'è vero che tante società scandinave avevano questo tipo di meccanismo utilizzato. il caso più eclatante per la Svezia è quello dei Wallenberg, che è forse la famiglia tuttora più ricca della Svezia, perché hanno grandissime partecipazioni nel mondo industriale, pensate all'ABB, pensate prima anche in precedenza alla Saab e alla Ericsson, insomma svariate imprese di grande importanza in Svezia che sono controllate da questa famiglia attraverso meccanismi di maggiorazione del diritto di voto. Questo quadro è sostanzialmente rimasto inalterato per tantissimo, per un lunghissimo periodo di tempo. Cioè forse è stata una fortissima stabilità del principio Nazione Un Voto che è durato dalla Seconda Guerra Mondiale più o meno, in Germania addirittura da prima, fino sostanzialmente al primo decennio di questo secolo quindi circa 60 anni 60-70 anni quando è saltato questo meccanismo? è saltato essenzialmente per ragioni del tutto diverse con l'avvento delle imprese del digitale quelle che erano le start up di quella che oggi è l'economia digitale quello che sono chiamate anche in gergo over the top sostanzialmente il modello organizzativo il modello organizzativo capitalistico dei colossi come google come snapchat come diciamo come facebook adesso meta insomma e tutti quelli che noi conosciamo con le grandi imprese

con l'esclusione di amazon sono caratterizzate da un ruolo predominante dei soci fondatori che si esercita in termini di controllo azionario attraverso l'utilizzo di azioni con una maggiorazione, con un voto plurimo molto rafforzato che va dagli 80 voti per azione anche oltre ai 100 voti per azione questo è un po' l'assetto, direi che tutto il fenomeno del trasferimento in borsa delle start-up dal digitale è caratterizzato dall'utilizzo di questo strumento che poi ha un po' differenziato anche i listing rules del NISE del Nasdaq rispetto al Nise, perché il Nise rimane l'istituto più tradizionale, dove sono quotati i titoli più industriali, per lunghissimo tempo ha vietato le emissioni di azioni. Per precisione, negli Stati Uniti la tematica è connotata da un altro nome, mentre noi parliamo di voto plurimo, voto maggiorato, maggiorazione del diritto di voto, usiamo tutte queste espressioni, magari anche in maniera un po' equivalente, senza andare proprio a specificare, anche se oggi qualcuno tenta di dare una maggior classificazione, negli Stati Uniti invece questo fenomeno è classificato sotto il tema di dual class share, cioè sostanzialmente si ha un'azione con voto plurimo non quotata e viene quotata l'azione con o addirittura in certi casi addirittura senza diritto di voto ma nella più gran parte dei casi con voto singolo quindi abbiamo una specie di dual track perché abbiamo azioni a voto plurimo non quotate e azioni a voto singolo quotate e attraverso le azioni a voto plurimo non quotate si è già scitta il controllo sulla società perché il rapporto c'era qualche episodio cioè c'è stato qualche episodio di emissione di azione a voto plurimo un po' occasionale, si ricorda infatti in questa materia sempre il caso di un'emissione Ford che garantì alla famiglia Ford il mantenimento del controllo sulla Ford Motor Company sul finire degli anni 50, ma in realtà finché non ci fu l'avvento dell'economia digitale sostanzialmente negli Stati Uniti è persistito anche lì l'applicazione del principio in azione a voto. Il cambiamento in America è stato dovuto all'arrivo in borsa di queste grandi start-up tecnologiche, grandi a quel tempo magari non lo erano tanto, ma sicuramente lo sono diventate nel corso del tempo, invece in Europa il motivo è molto diverso, il motivo è dovuto al fenomeno post-crisis del 2008. Perché dopo la crisi del 2008 c'è un indebolimento delle economie europee e quindi il rischio che viene paventato di una possibilità di aggressione nuovamente di queste economie nazionali da parte di investitori stranieri. Quindi soprattutto in due paesi, in Italia e in Francia, Si viene a creare la possibilità, attraverso due interventi legislativi all'inizio degli anni 10 di questo secolo, Si viene a modificare l'assetto normativo francese, nel senso che il voto doppio diventa da eccezione regola, nel senso che il principio per le società quotate diventa il principio del cosiddetto opt-out, cioè bisogna deliberare di non applicare il voto doppio. mentre in Italia viene introdotto per le società quotate il voto

doppio, cioè la possibilità di raddoppiare il diritto di voto per maniera della partecipazione per un certo periodo di tempo e invece la possibilità per le società non quotate di emettere azione a voto plurimo con un rapporto di maggiorazione di 1 a 3 nel senso che si potevano avere massimo tre voti. Qui è molto interessante fare un'osservazione di carattere comparato perché ci evidenzia alcune cose che altrimenti l'osservazione puramente nazionale non ci consentirebbe di evidenziare e cioè la circostanza che Mentre negli Stati Uniti, in Inghilterra la diffusione permane abbastanza circoscritta, abbiamo casistica ma molto limitata, mentre negli Stati Uniti non c'è un limite quantitativo, quindi è il mercato che deve valutare se l'incremento attribuito alle azioni di questi fondatori è eccessivo rispetto all'effettivo ruolo barra valore di questi soggetti dentro la società, perché sostanzialmente la giustificazione dell'attribuzione della maggiorazione del diritto di voto è rappresentata dal ruolo, dalla predominanza, dall'importanza che questi azionisti fondatori hanno nella conduzione aziendale. Il caso che si fa sempre è quello di Google, con il ruolo di Say Green Green, come si chiama l'altro suo socio, e quindi il fatto di aver inventato il meccanismo del motore di ricerca di Google e così via, la stessa cosa, lo stesso ragionamento che si fa per altre, non so, adesso su X, una volta Twitter, sul ruolo di chi l'aveva fatto, diciamo, questo meccanismo e così via, sono tutte legate a queste figure un po' particolari, i fondatori che su queste società avevano un ruolo predominante, in termini soprattutto di visione strategica, non tanto di ruolo operativo. Mentre in Europa almeno questo è il modello italiano, ma vedremo il modello che poi sia un po' diffuso in tutta Europa. la scelta è stata quella di determinare legislativamente quale fosse la maggiorazione massima compatibile, cioè una scelta di introdurre una norma di carattere imperativo che limitasse la quantità di voti attribuibili. Probabilmente qui ha fatto premio, seppur involontariamente, l'esperienza dopo la Prima Guerra Mondiale e quindi ha fatto premio anche l'idea che ci dovesse essere una logica autoritativa nella determinazione del rapporto massimo utilizzabile per incrementare il diritto di voto. Poi cosa è successo? È successo una roba di cui in parte l'Italia è il motore, perché è una cosa tipicamente italiana, che ho già accennato, e cioè Siccome il voto plurimo non è predicabile per le società quotate, cioè io non posso fare emissioni di azioni a voto plurimo in società quotate, posso mantenere l'azione a voto plurimo se le avevo già quando la società è stata quotata, ma invece non le posso utilizzare come nuove azioni di società quotate che invece può usare il meccanismo del raddoppio del diritto di voto. Allora, qui cos'è successo? Il fenomeno ha proprio delle specifiche che vanno raccontate perché dimostra che poi ci sono dei fenomeni mimetici molto forti nel mondo finanziario che poi portano ad assumere delle

scelte di carattere generale. Tutto va ricondotto alla riorganizzazione del gruppo Fiat, della Galassia Agnelli. sostanzialmente con l'arrivo e con l'ingresso come amministratore delegato di FIAT SPA, quindi di tutto il gruppo a monte della catena di controllo del gruppo Agnelli, da parte di Sergio Marchionne, cambia radicalmente la strategia industriale di questo gruppo. In precedenza, come era la costruzione di questo modello, di questa struttura, vi era una holding finanziaria che aveva più partecipazioni di carattere finanziario, che era XOR, prima IFI, IFIL, poi XOR, che aveva numerose partecipazioni di carattere finanziario, la principale delle quali era rappresentata da FIASPA, a sua volta quotata, sotto la quale invece c'erano poi tutta una serie di attività di carattere industriale differenziato per cui FIASPA non era una società unicamente automotive perché in realtà sotto FIASPA c'erano la parte del movimento terra la parte del camion la parte dei trattori Poi c'era tutta la parte delle auto legate alle auto sportive, in particolare Ferrari. Quale fu la scelta industriale o meglio la scelta più finanziaria di Marchionne? Fu quella di che poi è un meccanismo che è spesso evidente nei gruppi finanziari, che la parte, la somma delle parti, cioè le parti staccate valgono più della somma sotto l'unico cappello, quindi cosa succedeva? Che il valore economico delle partecipazioni di FIAT SPA era inferiore alla capitalizzazione complessiva della società che li deteneva. Quindi cosa fu la scelta? Fu una scelta di carattere che si faceva sempre e che era il must del leverage buyout, cioè del fatto di comprare e poi dopo fare lo spezzatino della società perché il valore economico delle singole parti compravendute eccedeva il valore della capitalizzazione di borsa della società target, era proprio il meccanismo classico del leverage buyout. quindi non appena Fiat uscì dalla sua profondissima crisi industriale e di risultati quindi quando si cominciò a vedere un po' di bel tempo per quanto riguardava Fiat, quale fu la scelta? scomporiamo tutte le singole linee di business movimento camion, movimento terra veicoli agricoli, la Fiat anche e soprattutto quella che è stata il maggior successo, diciamo anche dal punto di vista della valorizzazione, anche Ferrari. qui poi c'è dietro anche una logica anche di approccio al marchio totalmente diversa perché Ferrari non era stata pensata come una quotazione di una società automotive ma di una società sostanzialmente del mondo del lusso, della moda, del fashion quindi con un'applicazione di moltiplicatori che non sono quelli del settore automotive Però qual era il problema? Che se si faceva un'operazione di questo genere seguendo i meccanismi italiani, cioè se si fosse, tra virgolette, quotato autonomamente queste singole società, a parte il fatto che si trovavano sotto il cappello Fiat, quindi si sarebbe dovuto quotarli a valle di un ulteriore veicolo industriale finanziario che avrebbe comunque compromesso la valutazione anche di Fiat Spa, si sarebbe sicuramente anche perso il

controllo, perché a Valle il controllo di Fiat da parte di Exor non era un controllo assoluto, perché non deteneva la maggioranza dei voti in assemblea. ma esercitava un'influenza dominante ma non aveva il controllo di diritto. Quindi un'eventuale autonomizzazione di questi marchi avrebbe portato alla perdita del controllo di queste società. Allora cosa pensavano, con grande brillantezza perché non c'era niente di tutto ciò in giro, pensavano di utilizzare un ordinamento neutrale su questa materia, che era l'ordinamento olandese. Perché dico neutrale? Perché in Olanda non c'era legislazione sulle azioni a voto plurio, non c'era né legislazione a favore, come per esempio in Svezia, né una legislazione contro, come per esempio in Italia o in Germania. C'era una sentenza, il caso di SM, che però non riguardava immediatamente le azioni a voto plurimo, ma la maggiorazione del dividendo, con la quale sostanzialmente si diceva questa cosa, cioè la Corte di Appello di Amsterdam aveva deciso sostanzialmente questa cosa. che non si poteva di per sé incrementare il diritto di voto di una classe di azioni, perché questo avrebbe violato il principio di parità di trattamento, ma si poteva acquisire, si poteva attribuire una maggiorazione del diritto di voto conseguente cioè derivante da un'attribuzione di un beneficio a persona individuale perché questo, diciamo, rispetto a tutti quelli che si trovavano in identiche condizioni, non avrebbe creato una categoria di azioni ma avrebbe creato un beneficio equivalente per tutti i soggetti che ricadevano in questo tipo di casistica. Allora cosa si fece? Si ancorò l'incremento del diritto di voto alla detenzione della partecipazione e lo si fece però con una modalità un po' particolare perché lo si fece sostanzialmente con delle bonus share cioè intanto per capirvi Non si attribuì, come accade in Francia con il voto doppio, un maggior voto, la possibilità di esercitare due voti. se si deteneva l'azione per un certo periodo, ma si emettevano azioni, ulteriori azioni, che davano diritto a un voto, che era nel portafoglio della società, se quel determinato azionista si scriveva in uno speciale elenco e manteneva la sua partecipazione per quel periodo di tempo. Questo si poteva fare perché, diciamo sostanzialmente, in Olanda non c'è un vincolo al valore minimo delle azioni, quindi sostanzialmente si emettevano, si diceva che ogni voto, per esempio un'azione di un Euro dà diritto a un voto, poi si emetteva un'azione da 10 Euro che a questo punto votava per 10, perché essendo 10 volte il suo valore nominale moltiplicava il suo diritto di voto però sostanzialmente si diceva qual era il percentuale dei voti per azione e poi si emetteva un'azione con un valore nominale molto basso che attribuiva un diritto di voto tenete sempre conto di questo meccanismo delle bonus share perché qui c'è un incremento del numero delle azioni attribuite al titolare e non un incremento dei diritti di voto sull'assogolazione, perché questo avrebbe violato la

disposizione olandese che impediva di attribuire un trattamento migliorativo all'assingolazione, ma non un trattamento migliorativo all'assingolazionista, quindi l'azionista diventava beneficiario di un'azione gratuita con diritto di voto emessa in conseguenza per maniera della sua detenzione, quindi la maggiorazione del diritto di voto in Olanda si realizza attraverso meccanismi di bonus share, di ulteriori azioni gratuite emesse a favore del titolare in relazione al persistere di determinate condizioni dell'azionista. Le bonus share, tanto perché voi lo sappiate, sono molto diffuse nell'ambito dei processi di IPO perché sostanzialmente per incentivare la sottoscrizione iniziale dell'IPO si prevede che coloro i quali sottoscrivono e detengono per un certo periodo di tempo azioni in sede di offerta, abbiano diritto a maturare da parte della società l'attribuzione di ulteriori azioni a titolo gratuito che quindi costituiscono a parità di investimento un minor costo per azione. Faccio questa osservazione perché voi dovete capire che è sempre un fenomeno di maggiorazione del diritto di voto, ma non si realizza attraverso un intervento sull'azione, ma sul numero di azioni di cui beneficia il singolo azionista. Se l'azionista vende le azioni, la società ricopra le azioni emesse in esecuzione di questo programma di incentivazione dovuto al permanere di quel determinato socio come azionista. Quindi cosa hanno fatto, diciamo, il gruppo Fiat con diverse società? Ha trasferito attraverso meccanismi che adesso non vi sto a spiegare, che non sono per noi molto importanti appunti in stato societario, trasferimento di sedi, fusioni con veicoli olandesi, diciamo un po' di tutti per tutti i gusti, ha trasferito tutte queste società in Olanda e ha fatto sì che a seguito del trasferimento venisse implementato nel nuovo statuto della società questo meccanismo di incremento del diritto di voto e quindi sostanzialmente gli azionisti, tra i quali gli azionisti di controllo che hanno votato a favore, hanno mantenuto la partecipazione trasferendosi da un paese all'altro, beneficiassero fin da subito di un certo numero di azioni incrementali. Questo primo meccanismo è stato utilizzato con il primo caso che è quello delle macchine movimento terra e camion, tra l'altro una società che non sarà più quotata in Italia, non manterrà la sua quotazione in Italia a breve, sarà cancellata. con tre voti diciamo due bonus share per ogni azione che si manteneva poi invece diciamo questo processo con Ferrari ha avuto un'altra mi sembra cinque voti adesso non mi ricordo più quale fu cinque azioni per azione già esistente bonus share e quindi cinque voti per azionista ma soprattutto il meccanismo ha raggiunto la sua perfezione perfezione del senso di completamento in questo caso con il caso del trasferimento della sede di Exor che era controllante finanziaria che poi è stata peraltro la cui quotazione è stata poi cancellata dal listino italiano perché questo caso è molto importante? Perché ha introdotto, su base

naturalmente volontaria, perché questa è l'operazione che vi vado a descrivere, o meglio le conseguenze dell'operazione che vi vado a descrivere, sono un effetto di scelte di carattere volontario, non esisteva, come ribadisco, nell'ordinamento olandese, nessun complesso di norme di carattere più o meno cogente, sulla base delle quali conformare la maggiorazione del diritto di voto. Sostanzialmente si è previsto che il meccanismo di incremento del diritto di voto, quindi con l'emissione delle nuove azioni che davano diritto a un voto, avvenisse su base progressiva nel corso del tempo, cioè la società si trasferisce e per il fatto che tu ti trasferisci da quel momento ti vengono date tre azioni, adesso non mi ricordo esageratamente i parametri. Poi se le detieni per altri due anni ti vengono date altre tre azioni, insomma il risultato finale è che dopo che tu le detieni per cinque anni, se non vado errato, se le detenevi perché a quel tempo il processo era stato già completato, raggiungevi il tetto delle dieci voti per ogni azione che detenevi, cioè un incremento di nove voti. che erano rappresentate poi dal numero 9 azioni che ti venivano attribuite gratuitamente non so se mi sono spiegato eh se non è comprensibile lo rispiego perché non è proprio autointuitivo tra l'altro questi meccanismi di carattere incrementare erano fortemente legati al trasferimento perché tu beneficiavi di un immediato incremento del diritto di voto perché per il solo fatto che tenevi le azioni trasferendoti dall'Italia all'Olanda beneficiavi di questa prima maggiorazione. Qual è il riflesso di questo strumento? Cioè che cosa comporta questo tipo di risultato? Che di fatto diventa una poterosissima barriera antiscalata. Perché io mi trasferisco all'estero come azionista, beneficio di questo voto, di questi voti in più, e chi volesse scalare la società deve comprarsi le azioni. tenerle per un certo periodo di tempo per avere il voto in più e a quel punto mi pareggia, ma deve passare molto tempo per potermi pareggiare integralmente. Quindi per poter arrivare a risultati analoghi con la stessa partecipazione, con lo stesso numero di azioni di partenza bisogna far passare molto tempo, quindi è un meccanismo di protezione antiscalata notevolissimo. Quando questo meccanismo è stato colto Molte altre società italiane se ne sono avvalse, perché se ne è avvalso per esempio Bergamo, Brembo, se ne è avvalso il gruppo Mediaset, se ne è avvalso Indesit, cioè sostanzialmente oggi in Italia credo che ci siano una decina di società italiane di origine italiana che hanno trasferito la loro sede in Olanda e si sono avvalse di questo strumento. L'unico caso di società che ha trasferito, un altro caso è Campari, ce ne sono numerose di società che hanno questo tipo di vincolo, l'unico caso di società che ha trasferito in Olanda la sede ma non si è avvalsa della maggiorazione del diritto di voto è una società del settore cementiero italiano che si chiama Cementir, che appartiene al gruppo Caltagirone, che è stata

trasferita in Olanda ma ha mantenuto il principio un'azione un voto. Voi mi direte, ma perché questo qui ha la mania di questo, diciamo, sistema olandese? Cioè, perché noi ci dobbiamo occupare del diritto olandese? Perché questo modello olandese è diventato un modello comunitario? Cioè, ha riscontrato così tanto successo non tanto da fare sì che tante società si trasferissero in Olanda e applicassero il modello, quanto che il modello diventasse il modello per tutte le società europee. Perché? Perché sostanzialmente dall'avvio di questo processo di trasferimento delle società italiane in Olanda e dall'implementazione di questi meccanismi di incremento del diritto di voto, è partito un processo di riforma dei singoli ordinamenti nazionali, in particolare mi riferisco all'Italia, la Francia e la Germania, che le hanno portati, come adesso poi vedremo, ad adottare il modello che era stato implementato invece su base volontaria e seguendo questi limiti che vi ho descritto in Olanda. Nel frattempo il principio Nazione Un Voto, seppure attraverso meccanismi di applicazione del voto doppio, era stato già ulteriormente scandilato perché dopo le leggi francesi e italiane sul voto doppio, anche la Spagna e il Belgio si erano avvarsi, avevano introdotto il meccanismo del voto doppio e nel frattempo il Portogallo aveva introdotto anche il suo voto plurimo in Portogallo. Quindi un po' tutti i paesi, tutti gli ordinamenti europei avevano già cominciato a virare verso meccanismi di maggiorazione del diritto di voto. Quali sono le ragioni che hanno giustificato, almeno che sono state utilizzate per giustificare una modificazione così radicale, anzi proprio un vero rovesciamento di fronte del principio un'azione un voto per portarlo verso invece quello della maggiorazione attraverso i sistemi di voto incrementale e così via? La ragione che è stata messa a giustificazione deriva sostanzialmente da alcune dimatrici comunitarie.