

DIRITTO DELL'ECONOMIA

www.quotidianodiritto.ilssole24ore.com

In breve



FALLIMENTI/1
Liquidazione non è uguale a insolvenza



La messa in liquidazione della società implica solo la liquidazione del patrimonio per procedere al soddisfacimento dei creditori e non anche necessariamente lo stato di insolvenza, da valutare non più in base alla disponibilità di credito e di risorse necessari per soddisfare regolarmente le obbligazioni contratte, ma in base alla sufficienza del patrimonio sociale ad assicurare l'eguale e integrale soddisfacimento dei creditori sociali.

Corte di cassazione, Sez. I civile, 20 agosto 2014, sentenza n.18071

FALLIMENTI/2
Par condicio a tutela allargata

Fatta eccezione per l'ipotesi prevista dall'articolo 56, legge fallimentare, la par condicio creditorum, la cui salvaguardia costituisce la ratio della sottrazione al fallito della disponibilità dei suoi beni, è violata non solo dai pagamenti eseguiti dal debitore dopo la dichiarazione di fallimento o nel periodo sospetto, ma da qualsiasi atto estintivo di un debito a lui riferibile, sia pur indirettamente, in quanto effettuato con suo denaro o per suo incarico o in suo luogo. Come in ipotesi di pagamento del debitore in favore del creditore del fallito con assegnazione coattiva del credito (articolo 553, Codice procedura civile).

Corte di cassazione, Sez. I civile, 20 agosto 2014, sentenza n.18051

FALLIMENTI/3
Pagamenti eseguiti da terzi

Affermare la revocabilità del pagamento eseguito dal terzo, indipendentemente dalla revoca dell'ordinanza di assegnazione, significa assoggettare a sanzione non già l'atto, ma l'effetto giuridico, nonché sottrarre al creditore qualsiasi controllo sulle conseguenze del proprio atto, potendo l'inefficacia essere dichiarata anche in caso di ritardo nel pagamento imputabile al terzo. Ammettere la revocabilità dell'ordinanza non priva il provvedimento della sua efficacia cogente ma ne comporta solo l'inopponibilità nei confronti della massa.

Corte di cassazione, Sez. I civile, 20 agosto 2014, sentenza n.18051

A CURA DELLA REDAZIONE DI Lex 24

Società e governance. Le conseguenze delle previsioni che sono contenute nel decreto legge competitività

Azionisti pre-quotazione favoriti

Il socio con voto plurimo lo conserva anche dopo l'ingresso sul mercato

PAGINA A CURA DI
Angelo Busani
e Marco Saggiocca

La cancellazione, dal nostro ordinamento, della norma che sanciva la inderogabilità del tradizionale principio "un'azione, un voto" (one share one vote), consacrato nell'articolo 2351 del Codice civile e sostanzialmente sopravvissuto a tutte le revisioni, di piccola o grande portata, cui il diritto societario, dall'entrata in vigore del Codice civile del 1942 in avanti, era stato finora sottoposto, è stata stabilita dal D.l. 24 giugno 2014, n. 91 (il cosiddetto decreto competitività), convertito, con modificazioni, dalla legge 11 agosto 2014, n. 216.

Non è infondato osservare questa nuova legislazione come una sorta di mini-rivoluzione nel nostro sistema dei diritti degli azionisti, in quanto la pluridecennale perduranza del principio one share one vote nell'ordinamento italiano era concreta testimonianza di come fosse reputata centrale un assetto di rigida correlazione tra il rischio del socio (derivante dall'investimento del suo capitale nel mercato azionario) e il conseguente suo potere (e cioè il suo "peso" nell'assunzione delle decisioni dei soci). Scendendo sinteticamente nel dettaglio della normativa in questione, si può osservare come il legislatore dell'estate del 2014 abbia operato su un duplice livello. Un primo livello di modifiche (recate dai nuovi commi 3 e 4 dell'articolo 2351 del Codice civile) ha riguardato le sole società per azioni cosiddette chiuse e si caratterizza, essendo stato abolito il relativo divieto, nella possibilità di dar vita alla nuova categoria delle azioni "a voto plurimo", le quali consentono di esprimere un numero di voti maggiore di uno (ma non superiore a tre), e cioè - a seconda della scelta che in tal senso sia fatta nella sta-

tuto - o nella generalità delle decisioni di competenza dei soci o «anche» solo riguardo a quelle su "particolari argomenti" (ad esempio: l'approvazione del bilancio, le operazioni straordinarie, eccetera) oppure a quelle da adottarsi dai soci subordinatamente «al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative» (per esempio, al conseguimento di una certa performance economica da parte della società emittente).

Un secondo, e più articolato, livello di modifiche legislative interessa, invece, le società emit-

DOPO OLTRE 70 ANNI
Scomparso dal nostro ordinamento il principio «one share one vote» in vigore nel Codice civile sin dal 1942

tenti titoli negoziati su un mercato regolamentato, alle quali: a) viene consentito di emettere, ai sensi del nuovo articolo 2351, comma 3 del Codice civile, azioni "a voto limitato" e "a voto scagionato" in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto (emissione che, dal previgente comma 3, era riservata alle sole società "chiuse" e preclusa invece a quelle quotate); si pensi alla clausola statutaria che tolga il voto a pacchetti di azioni superiori a una certa soglia (ad esempio, il 10%, cosicché le azioni eccedenti tale soglia non votino) oppure che lo diminuisca progressivamente (per esempio: 10 azioni, 10 voti; 20 azioni, 18 voti; 30 azioni, 24 voti eccetera); b) viene data la possibilità (nuovo articolo 127-quinquies, Tuf, subordinata peraltro all'emanazione di un regolamento Consob) di prevedere, nel pro-

prio statuto, sul modello delle cosiddette loyalty shares di diritto francese, la maggioranza del voto (ma con un limite massimo di due voti: si tratta, quindi, in sostanza, di una duplicazione del voto) a beneficio degli azionisti "di lungo corso", e cioè con riferimento a tutte le azioni (di cui l'espressione "azioni a voto maggiorato") di cui uno stesso azionista sia titolare per un periodo consecutivo indicato nello statuto, non inferiore a ventiquattro mesi dall'iscrizione di un apposito elenco, la cui tenuta deve essere disciplinata dallo statuto della società emittente; c) viene fatto espresso divieto (in base al nuovo articolo 127-sexies, comma 1, Tuf, e salvo limitate eccezioni) di emettere le azioni "a voto plurimo", ma viene consentito, alle società che abbiano emesso azioni "a voto plurimo" prima della ammissione delle loro azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato, di conservare tale categoria di azioni anche dopo la quotazione (nuovo art. 127-sexies, commi 2 e 3, Tuf), con la conseguenza che, se da un lato le società quotate hanno un divieto di emissione di azioni "a voto plurimo", è pure vero che l'azionista dotato del voto plurimo ante quotazione, conserva questo vantaggio anche post quotazione. È chiaro come questa permanenza post quotazione delle azioni "a voto plurimo" emesse ante quotazione sia un formidabile vantaggio per chi ne sia titolare, in quanto le azioni "a voto plurimo" non sarebbero emettibili post quotazione, sono svincolate dal periodo di possesso minimo di 24 mesi che deve necessariamente ricorrere per conseguire la duplicazione del voto e possono attribuire fino a tre voti, mentre dalle azioni a voto maggiorato conseguono solo due voti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Per capire la svolta



Come cambia il controllo delle assemblee

Dato che le azioni senza diritto di voto possono essere emesse in misura pari al cinquanta per cento del capitale sociale, e ipotizzando una società con un capitale suddiviso in 100 azioni (se 50 azioni siano prive del voto e le altre 50 siano dotate del voto), se ne ottiene il controllo con 26 azioni, e quindi con appena più di un quarto del capitale sociale. Essendoci ora la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, al risultato dell'ottenimento del controllo si può giungere con un numero di azioni ben inferiore alle predette 26: ad esempio, ipotizzando che, delle 50 azioni emesse con diritto di voto, 12 azioni abbiano il voto triplo (e che quindi i voti corrispondenti alle azioni che votano ammontino complessivamente a 74, essendo pertanto la maggioranza pari a 38), basterebbero - al titolare di quelle 12 azioni - solo altre 2 azioni a voto singolo, per un investimento totale di 14 azioni

(corrispondenti appunto a 38 voti), per ottenere il controllo della società in questione. Il quorum occorrente per introdurre il voto plurimo Dato il 70 per cento del capitale presente in prima convocazione, il voto favorevole (ad esempio) del 52 per cento del capitale sociale integra sia il quorum richiesto dall'articolo 2368 del codice civile (la maggioranza del capitale sociale) sia il quorum richiesto dall'articolo 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile (i 2/3 del capitale presente in assemblea); dato invece il 90 per cento del capitale presente in prima convocazione, il voto favorevole del 52 per cento del capitale sociale integra bensì il quorum richiesto dall'articolo 2368 del codice civile (la maggioranza del capitale sociale) ma non il quorum richiesto dall'articolo 212 delle disposizioni di attuazione (i 2/3 del capitale presente in assemblea, e cioè il 60 per cento)

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il percorso. Come introdurre la clausola Un'assemblea straordinaria per la «rivoluzione»

Se non paiono esservi problemi per l'emissione di azioni "a voto plurimo" già in sede di costituzione di una Spa o se, nell'atto costitutivo, i soci delegano l'organo amministrativo a deliberare in futuro un aumento di capitale sociale con emissione di azioni "a voto plurimo", più complesso è, invece, il caso in cui una società "chiusa" decida di introdurre la clausola che consente di emettere azioni "a voto plurimo" mediante una modifica del suo statuto.

In questa ipotesi, infatti, occorre che, innanzitutto, la società in questione assuma tale deliberazione con le maggioranze prescritte per l'assemblea straordinaria dagli articoli 2368 e 2369 del codice civile, e cioè: a) in prima convocazione, con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più della metà del capitale sociale; b) in seconda convocazione, in presenza del quorum costitutivo di oltre un terzo del capitale sociale, con il quorum deliberativo pari (ove non sia comunque raggiunto il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale) ad almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea.

Occorre peraltro rimarcare che, con riferimento alle società per azioni risultanti iscritte nel Registro delle Imprese alla data del 31 agosto 2014, il D.l. 24/2014 ha modificato, a tutela delle minoranze azionarie, l'articolo 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, elevando i quorum deliberativi delle assemblee straordinarie che saranno convocate per l'introduzione della previsione statutaria circa l'emettibilità di azioni "a voto plurimo", e cioè al fine di impedire che, nelle società preesistenti alla normativa recata dal "decreto Competitività", le azioni "a voto plurimo" possano essere introdotte, anche in prima convocazione, con un consenso non elevato. È stato, infatti, previsto che queste società possano adottare le deliberazioni di modifica dei propri statuti, volte all'introduzione della previsione statutaria sulla emettibilità di azioni "a voto plurimo", con il voto favorevole, anche in prima convocazione (analoga a quanto disposto dall'articolo 2369 del codice civile per l'assemblea straordinaria di seconda convocazione), di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea e non, quindi, con la sola maggioranza assoluta del capitale sociale: da ciò dovrebbe poi derivare che, anche in seconda convocazione, in presenza del quorum costitutivo pari ad almeno un terzo del capitale sociale, occorrerà comunque raggiungere il quorum deliberativo dei due terzi del capitale rappresentato in assemblea, non essendo suffi-

ciente conseguire il voto della maggioranza del capitale sociale, dato che tale maggioranza non è sufficiente per deliberare in prima convocazione.

L'introduzione nello statuto della clausola sulla possibilità di emettere azioni "a voto plurimo" provoca poi la conseguenza della concessione, a quei soci che non abbiano concorso a tale deliberazione di recedere dalla società in relazione a tutte o solo una parte delle azioni di loro titolarità, e cioè ai sensi dell'articolo

IL QUADRO

Maggioranza rafforzata per le compagini già iscritte al Registro imprese
Possibile il recesso per chi non partecipa

2437, comma 1, lettera g) c.c., il quale infatti consente appunto il recesso per il caso di deliberazioni che importino "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione". Come noto, il principio maggioritario (per effetto del quale il volere della minoranza viene sottoposto a quello della maggioranza), valevole, post riforma del 2003, anche per introdurre modifiche statutarie incidenti sui diritti di voto e di partecipazione dei singoli soci, trova un contrappeso nel diritto del socio non consentente a farsi liquidare, in tutto o in parte, le sue azioni e, in tal modo, ad annullare (o a ridurre) il suo profilo di rischio connesso all'investimento effettuato nel capitale della società in questione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

L'alternativa. Un beneficio al socio per la protratta permanenza nel capitale

Ruolo «maggiorato» per dare stabilità

Se la possibilità di emettere azioni "a voto plurimo" risponde all'obiettivo di ampliare la gamma di strumenti utilizzabili per permettere alle imprese di raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali, il meccanismo delle azioni a "voto maggiorato" è invece pensato come strumento per stimolare il mantenimento di investimenti azionari a lungo termine (al fine di favorire la stabilità degli indirizzi di gestione dell'impresa) e, dunque, la presenza di azionisti durevoli, non orientati al cosiddetto short-termism e dotati (appunto mediante il voto maggiorato) di un più effettivo potere di monitoring.

Dal punto di vista tecnico, occorre sottolineare che le loyalty shares italiane (a differenza delle azioni "a voto plurimo"), le quali, in effetti, vanno a comporre una speciale categoria di azioni)

non rappresentano una nuova categoria di azioni. La previsione della maggioranza del voto è, invero, una clausola statutaria che modifica (in melius, per i soci aventi diritto) la regola di attribuzione del diritto di voto, altrimenti spettante in base al crite-

LA DEROGA

Previsto un regime di favore per l'introduzione, negli statuti delle quotate, di azioni che permettono di contare di più

rio proporzionale correlato al numero delle azioni di cui un dato soggetto sia titolare.

La maggioranza del diritto di voto, in altri termini, è connessa non all'azione in sé, bensì alla

"persona" dell'azionista (e quindi spetta - con parità di trattamento - a tutti gli azionisti che la "meritano", e non solo a quelli titolari di "certe" azioni), e ciò in funzione del tempo per il quale ciascuna azione è stata nella sfera di titolarità dell'azionista stesso; ciò che vale anche ad affermare che le azioni "a voto maggiorato" non impattano con il divieto (valevole per le società quotate) di emissione di azioni "a voto plurimo", in quanto appunto non si tratta (come le azioni "a voto plurimo") di titoli speciali, ma di un beneficio che al titolare delle azioni ordinarie deriva dalla sua protratta permanenza nel capitale sociale. Ne è poi conseguente dimostrazione la previsione (articolo 127-quinquies, comma 3, Tuf) del venir meno del beneficio del voto maggiorato in caso di cessione a titolo one-

roso o gratuito delle azioni il cui titolare avesse appunto beneficiato del voto maggiorato.

Occorre poi notare che è stato disposto, in deroga ai quorum costitutivi e deliberativi previsti dal codice civile, una regola di favore per l'introduzione, negli statuti delle società quotate, del regime di queste azioni "a voto maggiorato". Infatti, le deliberazioni di modifica dello statuto (con le quali sia introdotto il voto maggiorato), che vengano votate entro il 31 gennaio 2015 (data peraltro che appare troppo stretta per apprestare la convocazione dell'assemblea di una società quotata) da società che fossero iscritte nel Registro delle imprese al momento di entrata in vigore della legge di conversione del D.l. 91/2014, potranno essere assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole della mag-

gioranza del capitale presente in assemblea, quando invece, per introdurre modifiche statutarie, è (di regola) necessario, in prima convocazione, il voto favorevole dei soci che rappresentino più della metà del capitale sociale. E, in seconda convocazione (in presenza del quorum costitutivo pari a oltre un terzo del capitale sociale), il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, oppure, in mancanza, il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale presente in assemblea.

Ancora, in ragione del fatto che le azioni "a voto maggiorato" non costituiscono una categoria speciale di azioni e analogamente alla disciplina del divieto maggiorato di cui all'articolo 127-quinquies, Tuf, il legislatore del "decreto Competitività" ha previsto che la delibera di modifica statutaria per l'introduzione del voto maggiorato non comporti il diritto di recesso dei soci non consenzienti.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il dibattito sul Sole



Sul Sole 24 Ore del 26 agosto (nella pagina qui riprodotta) il dibattito sulla "partita del voto multiplo" con alcuni fra i principali giuristi italiani. Il 1° agosto sul Sole Luigi Zingales e Alessandro Plateroti avevano discusso su Opa e Governance delle società quotate e il 3 agosto, Massimo Mucchetti, presidente della commissione Industria del Senato, aveva difeso la scelta del voto plurimo



PERCHÈ LA STAMPA 3D È UN'OCCASIONE UNICA PER IL RITORNO DEL MANUFACTURING IN OCCIDENTE

IL MENSILE DI MANAGEMENT DEL SOLE 24 ORE

Con Il Sole 24 ORE a € 6,90 in più*

*Offerta valida dal 9 luglio al 9 settembre



in abbonamento su www.shopping24.it

www.limpresonline.net

GRUPPO 24 ORE



IN EDICOLA DAL 9 LUGLIO

E-BOOK IN OMAGGIO*

*Solo ai primi 250 che lo scaricheranno dal sito dell'impresa