



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

Il voto “plurimo” nelle società per azioni

Facoltà di Giurisprudenza

Corso di laurea magistrale in Giurisprudenza

Cattedra di Diritto Commerciale

Candidato

Federico Capri

Matr. 1271081

Relatore

Chiar.ma Prof.ssa Giuliana Scognamiglio

Correlatore

Chiar.mo Prof. Alessandro Maurizi

A/A 2015/2016

A mia madre, mio padre e mia sorella, che, con il loro solido sostegno morale ed economico, mi hanno permesso di perseguire questo obiettivo.

INDICE

INTRODUZIONE.....	6
-------------------	---

CAPITOLO I

VOTO NON PROPORZIONALE E PLURIMO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI: PROFILO STORICO E SOCIOPOLITICO

1.	Il principio della proporzionalità tra rischio e potere come regola “non assoluta” nel XIX secolo.....	10
1.1	La dipendenza finanziaria delle società dalle istituzioni bancarie: il favore della Banca Commerciale Italiana per le azioni a voto potenziato nel periodo interbellico.....	13
1.2	Prima del codice civile unificato: il dibattito sul voto plurimo con particolare riguardo alle tesi del Vivante e del Cabiati.....	16
1.3	Verso l’emanazione del codice civile italiano del 1942: i progetti di riforma del codice di commercio del 1882 e la posizione della sottocommissione Reale sulle azioni a voto plurimo.....	20
2.	Introduzione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo con l’art. 2351 del codice civile italiano del 1942.....	24
2.1	Un primo <i>vulnus</i> al principio della proporzionalità tra rischio e potere: l’introduzione delle azioni di risparmio.....	30
3.	La riforma organica delle società di capitali e il dibattito ad essa antecedente.....	33

4.	Il decreto legge “Competitività” n. 91/2014: la previsione della possibilità di emissione di azioni a voto plurimo per le società “chiuse”. Cenni all’istituto contiguo del voto maggiorato.....	40
5.	Le possibili ragioni dell’introduzione delle azioni a voto plurimo: prime considerazioni.....	46

CAPITOLO II

LE AZIONI A VOTO PLURIMO: FATTISPECIE E DISCIPLINA APPLICABILE

1.	Il diritto di voto nell’attuale disciplina delle s.p.a.....	53
1.1	La modulazione del diritto di voto e la creazione di differenti categorie di azioni.....	59
1.2	<i>Segue:</i> l’art. 2351, secondo comma, c.c. ed i limiti all’autonomia statutaria.....	75
2.	L’introduzione delle azioni a voto plurimo nelle società non ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati.....	78
2.1	Le azioni a voto plurimo quale “nuova” categoria azionaria.....	80
3.	Profili di disciplina: il possibile contenuto delle azioni a voto plurimo.....	84
3.1	Le maggioranze richieste per l’introduzione delle azioni a voto plurimo e la determinazione dei <i>quorum</i> assembleari: la massima n. 144 del consiglio notarile di Milano.....	89
3.2	Il diritto di recesso spettante ai soci dissenzienti.....	98

3.3	La sorte delle azioni a voto plurimo in caso di quotazione della società.....	103
3.4	La rilevanza delle azioni a voto plurimo in relazione alle offerte pubbliche di acquisto.....	107
4.	Sintesi dei risultati raggiunti.....	116

CAPITOLO III

IL POTENZIAMENTO DEL DIRITTO INDIVIDUALE DI VOTO: UNO SGUARDO COMPARATISTICO

1.	Le esperienze europee sul principio “ <i>one share - one vote</i> ”	121
1.1	<i>Segue</i> : vantaggi e criticità del principio.....	123
2.	I “ <i>control - enhancing mechanisms</i> ”: uno sguardo alle partecipazioni incrociate e alle piramidi societarie.....	126
3.	La disciplina del voto multiplo in Svezia, Paesi Bassi e Germania: brevi considerazioni.....	134
4.	Il voto plurimo negli Stati Uniti d’America.....	138
5.	Le “ <i>loyalty shares</i> ” francesi tra storia e regolamentazione attuale.....	143
6.	<i>Governance</i> societaria e tutela della minoranza: riflessioni conclusive.....	149

BIBLIOGRAFIA.....	156
--------------------------	------------

GIURISPRUDENZA.....	175
MASSIME NOTARILI.....	176
INDICE DEI DOCUMENTI.....	176

INTRODUZIONE

“Il problema del voto plurimo è problema di sostanza e di vita e vuol essere esaminato, per stabilirne la giusta risoluzione, nella sua intima essenza, studiandone tutte le possibili applicazioni, anche le più estreme, e non soffermandosi ai particolari atteggiamenti che può assumere in qualche caso e che apparentemente ne smussano i contorni più aspri e più contrastanti con l’interpretazione tradizionale della legge vigente”¹.

Il presente contributo nasce dall’esigenza di creare uno spazio di approfondimento dedicato all’analisi metodica delle dinamiche inerenti al sistema “società per azioni” a seguito dell’introduzione dell’istituto dell’azione a voto plurimo e delle “loyalty shares”, attuata ad opera del Decreto Legge “Competitività” n. 91 del giugno 2014, convertito con modificazioni nella legge n. 116 dell’11 agosto 2014, emanato dal Governo Renzi.

L’azione a voto plurimo costituisce uno strumento finanziario i cui caratteri ed obiettivi emergevano controversi ed ambivalenti già in epoca risalente. Venne prudentemente sostenuto che l’opinione di favore verso le azioni a voto plurimo andasse *“ricercata soprattutto nella tendenza, così diffusa tra i finanziari del nostro Paese, di assicurarsi il dominio delle società commerciali, a cui partecipano come capitalisti o come dirigenti, ed in minor parte nel desiderio di trovare una valida difesa contro quelle note forme di accaparramento di titoli che trovano più facilmente la loro sanzione nella morale che nella legge”².*

L’azione a voto multiplo è un’azione che attribuisce al titolare un voto più che proporzionale rispetto alla partecipazione al capitale sociale ed era largamente diffusa anteriormente all’approvazione del codice civile italiano del 1942. Per

¹ G. FRE’, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 512.

² *Ivi*, p. 489.

tale ragione, il voto plurimo non risulta affatto nuovo nel campo del diritto societario, ovvero rispetto al rapporto sussistente tra società per azioni e mercato finanziario, se per “nuovo” intendiamo “*con valore neutro, il contenuto o il risultato di esperienze che si affrontano per la prima volta*”³, poiché nella prassi, soprattutto gli istituti di credito e di risparmio ne usufruivano al fine di cristallizzare nelle proprie mani il controllo societario (c.d. “*infeudamento bancario*”) pur con finanziamenti non proporzionali (*rectius*: inferiori) all’effettivo potere deliberativo, difendendosi così da scalate ostili potenzialmente efficienti⁴. Ciononostante, si decise di vietarne l’utilizzo attraverso l’inserimento di un esplicito divieto di emissione nell’art. 2351 c.c. del 1942, e resta dunque essenziale cogliere la *ratio* sottesa a tale scelta ed al suo superamento con la riforma del 2014.

La riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, introdotta con il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, ha inciso in maniera sostanziale e modificativa sul principio di corrispondenza tra potere e rischio d’impresa. Tale correlazione, sul piano fattuale, può tradursi nella necessaria connessione tra diritto di voto e azione (“*ogni azione attribuisce il diritto di voto*”, esordisce, infatti, l’art. 2351 c.c.).

Il d. lgs. n. 6/2003 tralascia, peraltro, di scalfire il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, legittimato dal quarto comma dall’art. 2351, quarto comma e soppresso solo recentemente dal “Decreto Competitività”, convertito con modificazioni dalla l. n. 116/2014.

Attualmente, per mezzo dell’ampliamento di autonomia di cui gode lo statuto sociale, il socio può disporre di un’eterogenea gamma di strumenti finanziari partecipativi, tra i quali le azioni a voto plurimo, capaci di manifestare e tutelare le diverse esigenze speculative e/o amministrative che spingono l’azionista ad investire

³ G. DEVOTO, G.C. OLI, *Il Devoto-Oli, Vocabolario della lingua italiana*, Milano, Mondadori Education, 2014, p. 1858.

⁴ Cfr. CARIELLO V., “*Un formidabile strumento di dominio economico*”: *contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, p. 485 ss.

capitale di rischio in società e in grado di “diversificare” la struttura azionaria del sodalizio.

In Italia la creazione delle azioni a voto plurimo è generalmente consentita *ex novo* alle sole società non quotate, salvo quanto si dirà in corso d’opera, ma costituisce, in prospettiva comparatistica, un fenomeno di più ampia portata:

- la letteratura europea riconosce alle azioni a voto plurimo le caratteristiche dei *Control-Enhancing Mechanisms*⁵ (da ora CEMs), ovvero meccanismi che, concretizzando la formula “*power without property*”⁶, sono impiegati per disgiungere controllo e proprietà e consentono al socio di controllare l’impresa pur detenendo una frazione minoritaria di capitale sociale⁷;
- dal “*Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*”⁸ si evince chiaramente che in molti ordinamenti (Gran Bretagna, Danimarca, Svezia, Paesi Bassi, Finlandia, Giappone, Stati Uniti, ecc.), l’istituto in esame sia frequentemente approntato, sebbene non manchino limiti all’emissione e al suo esercizio;
- nel marzo 2013 la Commissione Europea ha redatto il Libro Verde⁹, in cui viene analizzata “*l’eventualità di opzioni per la concessione di diritti di voto potenziati o di dividendi superiori agli azionisti di lungo termine*”¹⁰ al fine di agevolare il finanziamento a lungo periodo delle società¹¹;

⁵ Cfr. VILLALONGA B., AMIT R., *Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms*, 2006, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://wgfa.wharton.upenn.edu/VillalongaAmitControlMechanisms.pdf>.

⁶ A.A. BERLE, *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*, Harcourt, 1959

⁷ Cfr. P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d’iniziativa economica e simmetria del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, II-III p. 326.

⁸ SHERMAN & STERLING^{LLP} - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), *Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – il finanziamento a lungo termine dell’economia europea*, 25 marzo 2013.

¹⁰ *Ivi*, p. 18.

¹¹ Cfr. ALVARO S., CIAVARELLA A., D’ERAMO D., LINCiano N., *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014. p. 9.

- nel gennaio 2014 la Consob ha condotto un esame attento sulle deviazioni dal principio “*one share, one vote*” e sui benefici e svantaggi delle azioni a voto multiplo¹² e l’esigua distanza temporale tra questa analisi ed il decreto n. 91 dello stesso anno testimonia come la tematica non risulti avulsa da qualsiasi considerazione teorica e pragmatica.

Nonostante dall’introduzione del voto potenziato sia trascorso poco più di un anno e mezzo, in molti hanno tentato di rendere meno incerti gli scarni confini normativi e descrittivi della fattispecie presa in esame nel presente lavoro ma ancora, e chissà per quanto, residuano diversi dubbi interpretativi e ricognitivi. A tali problemi cercheremo di dare soluzione, senza alcuna pretesa di esaustività ma con l’auspicio che l’azione a voto multiplo possa sembrare al lettore uno strumento più comprensibile e dai contorni meno oscuri.

La trattazione è organizzata in tre capitoli: nel *Primo capitolo* si discute delle ragioni storiche e giuridiche che hanno indotto il legislatore del ’42 a inserire il divieto di emissione di azioni a voto plurimo e si tenta di spiegare le recenti motivazioni relative all’abrogazione del suddetto divieto; nel *Secondo capitolo* il *focus* si sposta sulla disciplina legislativa concernente il voto plurimo e le sue defezioni, che purtroppo appaiono molteplici; infine, nel *Terzo capitolo*, si analizza il voto plurimo come appartenente ai CEMs, confrontandolo con la disciplina azionaria di altri Paesi europei e degli Stati Uniti d’America, in cui il legislatore impone limiti per evitare un uso distorsivo e pregiudizievole dell’istituto.

¹² *Ibidem.*

CAPITOLO I

VOTO NON PROPORZIONALE E PLURIMO NELLE SOCIETÀ PER AZIONI: PROFILO STORICO E SOCIOPOLITICO

1. Il principio della proporzionalità tra rischio e potere come regola “non assoluta” nel XIX secolo.

Il principio “*one share - one vote*” indica “*la coincidenza tra le unità di partecipazione in cui è suddiviso il capitale di una società per azioni e i voti esercitabili nella sua assemblea*”¹. Nel diritto commerciale, agli albori della società anonima, il principio non risultava inteso quale regola cogente, bensì una regola attuabile e comunque lecita². L’adozione di tecniche non basate sulla stretta proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuiti non appariva dunque incompatibile con le norme commerciali in tema di società per azioni.

Il *Code de commerce* napoleonico, adottato nel Regno d’Italia nel 1808, conteneva pochissime disposizioni riguardanti l’attribuzione del diritto di voto agli azionisti: l’art. 18 c. comm. prevedeva che “*il contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti*”; l’art. 33 c. comm. disponeva che “*i soci non sono soggetti che alla perdita dell’ammontare della loro quota nella società*”; l’art. 34 c. comm. stabiliva che “*il capitale della società anonima si divide in azioni ed anche in porzioni di azioni di uguale valore*”.

Alle società per azioni restava pertanto ampio margine di libertà esercitabile attraverso il rinvio allo statuto societario, e tale assetto rimase sostanzialmente

¹ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011, p. 1.

² Cfr. ALVARO S., CIAVARELLA A., D’ERAMO D., LINCIANO N., *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014, p. 21.

invariato anche tra l’emanazione del codice di commercio del 1865 (l’art. 143 c. comm. disponeva che *“lo statuto sociale determina quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessario alla validità delle deliberazioni e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto di suffragio”*) e quello del 1882 (l’art. 157 c. comm. prevedeva che *“per le assemblee generali successive alla legale costituzione della società, la convocazione è fatta dagli amministratori, ed è necessaria la presenza di tanti soci che rappresentino almeno la metà del capitale sociale. Ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto fino a cinque da lui possedute. L’azionista che possiede più di cinque e sino a cento azioni ha un voto ogni cinque azioni, e per quelle che possiede oltre il numero di cento ha un voto ogni venticinque azioni. Le deliberazioni si prendono a maggioranza assoluta. Nell’atto costitutivo o nello statuto può essere derogato a queste disposizioni”*)³.

Nel codice da ultimo menzionato veniva generalizzata la tecnica del voto scalare ma, al contempo, si attribuiva ai privati il potere di stabilire diversamente al momento della redazione dello statuto sociale con l’unico limite stabilito dall’art. 164, primo comma, c. comm., il quale prevedeva che *“le azioni devono essere di eguale valore, e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, se non è stabilito diversamente nell’atto costitutivo, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali”*⁴.

Il legislatore del 1882 nulla dispose espressamente sulla legittimità di creazione delle azioni a voto plurimo e da ciò quindi si contrapposero - tra le ragioni opposte ad una loro attuazione o non attuazione per legge, o ancora all’interpretazione permissiva o preclusiva delle stesse - le varie qualificate constatazioni:

³ *Ivi*, p. 20, in particolare nt. 41-43-44.

⁴ *Ivi*, p. 24, in particolare nt. 63.

- “negative”, cioè contrarie all’ammissione delle azioni a voto plurimo, da parte di: coloro che giustificavano gli uffici legislativi dell’epoca sulla base della circostanza che questi non potessero essere consapevoli della pratica del potenziamento del voto perché non era ancora conosciuta (in effetti la prassi statutaria delle azioni a voto plurimo si colse ben dopo il 1882); chi lamentava la compromissione del principio di maggioranza e di uguaglianza tra i soci con riferimento al voto; chi addirittura affermava che *“la concessione del privilegio del voto ad alcuni azionisti si risolve nella facoltà riconosciuta ad un gruppo di azionisti di governare la società e porta quindi alla conseguenza di abolire praticamente quell’essentialissimo organo sociale che è l’assemblea, da ridurlo ad una larva di quello che è nel sistema della legge. Un’assemblea generale in queste condizioni si riduce alla assemblea degli azionisti a voto plurimo. Ora pensiamo che ciò non possa essere assolutamente consentito”*⁵.
- “positive”, ovvero favorevoli ad un legittimo riconoscimento delle azioni a voto multiplo, di chi attribuiva al codice di commercio del 1882 l’aver decretato la legittimazione di siffatte azioni, argomentando *ex art. 164* (sopra riportato), salvo però l’identificazione, tramite legge speciale e/o in sede di riforma del diritto commerciale, di puntuali e coerenti riferimenti e limitazioni per prevenire abusi dell’istituto del voto potenziato, che interessassero sia il numero dei voti da attribuire a ciascuna azione, sia le materie in cui il diritto di voto plurimo poteva essere esercitato.

Il punto di riferimento storico - interpretativo, decisivo per un *global - approach* (av)verso le azioni a voto potenziato nell’esperienza italiana, può essere collocato negli anni tra la Prima e la Seconda Guerra Mondiale (c.d. periodo interbellico), anni caratterizzati da fragili e repentini sconquassamenti

⁵ G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 505.

politici, economici e sociali⁶, aventi radici soprattutto nella crisi finanziaria globale della primavera del 1907⁷ (con effetti non di poco conto anche in Italia), dalla svalutazione monetaria e conseguente inflazione degli anni Venti⁸.

1.1 La dipendenza finanziaria delle società dalle istituzioni bancarie: il favore della Banca Commerciale Italiana per le azioni a voto potenziato nel periodo interbellico.

Nel periodo in esame una posizione di assoluta rilevanza veniva ricoperta dagli istituti di credito e risparmio che finanziavano l'industria nazionale. Oltre che da investimenti stranieri, il capitale fresco proveniva anche e soprattutto dal sistema bancario italiano, il quale costituiva un circuito connotato dalla sensazione che *“le banche e le imprese optarono (...) per un sistema in cui il mercato era inteso come luogo di consolidamento del controllo”*⁹ ed elaborato al fine di conseguire un autentico infeudamento bancario di società industriali¹⁰.

Emblematica è la vicenda della Banca Commerciale Italiana (BCI o Comit), che costituì insieme a Banco di Roma e Credito Italiano la Banca di Interesse Nazionale (BIN). Essa fu la principale finanziatrice dei grandi gruppi industriali degli anni Venti del Novecento, formandone parte integrante quale azionista di maggioranza ed estendendo il proprio operato anche oltre i confini italiani. L'istituto milanese, che dal 1897 al 1935 (anno in cui fu rimossa dallo Statuto

⁶ Solo per citarne alcuni, si pensi all'avvento del Fascismo in Italia nel 1919. Cfr. a riguardo: E. GENTILE, *Fascismo. Storia e interpretazione*, collana Economica Laterza, Editori Laterza, 2005; E. HOBBSAWM, *Il secolo breve 1914-1991*, Collana Saggi, Milano, BUR, 2014. Si pensi altresì alla grande depressione finanziaria del 1929. Cfr. a riguardo: V. PAGNI, *La grande depressione economica mondiale del 1929 e la crisi di oggi*, Sassoscritto, 2011; J. K. Galbraith, *Il grande crollo*, BUR, 2003.

⁷ Cfr.: R.F. BRUNER, S.D. CARR, *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley & Sons, 2007; E. W. TALLMAN; J.R. MOEN, *Lessons from the Panic of 1907 in Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 75, 1990, pp. 2-13.

⁸ Cfr. V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*: *contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, p. 485 ss.

⁹ G. NARZOZZI – G. PILUSO, *Il sistema finanziario e la borsa*, in *Tra imprese e Istituzioni. 100 anni di Assonime*, 2, *il sistema finanziario e la borsa*, Laterza, Roma-Bari, 2010, p. 36.

¹⁰ Cfr. V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, (nt. 8), p. 528.

della Comit la possibilità di introduzione di azioni a voto plurimo) annoverava nel proprio statuto la creazione di azioni a voto multiplo - attuata in virtù degli aumenti di capitale del 1897, 1920, 1924 e 1925 - controllava in quegli anni oltre un quarto del capitale complessivo delle società per azioni italiane. Joseph Toeplitz, all'epoca amministratore delegato della BCI, dimostrò inclinazione per tale strumento finanziario data la sua funzionalità di ostacolare generalmente tentativi di scalate ostili e di garantire la continuità di indirizzo imprenditoriale della società, bancaria o industriale che fosse.

Tale funzione è ben manifesta nell'ambito di un evento determinatosi il 25 marzo 1920, ovvero la creazione del Consorzio Mobiliare Finanziario (Comofin), dopo il raggiungimento dell'accordo tra il gruppo di maggioranza della BCI (Marsaglia - Toeplitz) e i fratelli Perrone, proprietari dell'Ansaldo - finanziata dalla Banca Italiana di Sconto - sancito il 9 marzo con l'ingresso di quest'ultimi nel Consiglio di amministrazione della Comit; l'accordo prevedeva l'acquisto, da parte di una società di prossima costituzione, di 200.000 azioni BCI (raggruppate dai fratelli Perrone il mese precedente durante il loro ulteriore tentativo di conseguire il controllo della BCI) e questa società fu nientemeno che il Comofin. La Comit non sottoscrisse direttamente il capitale iniziale del Consorzio, formato dal collocamento delle azioni presso il Comofin ed operato dalla stessa BCI, ma deteneva comunque il potere di maggioranza nel Comofin per effetto della sottoscrizione delle azioni da parte di società da essa controllate e uomini di fiducia, mentre ai Perrone fu riconosciuta una posizione di minoranza, sancendosi tacitamente una tregua tra i due gruppi rivali. Fu proprio il Comofin a garantire alla maggioranza della Comit la tutela da tentativi di scalate.

Silvano Crespi, presidente del cda della Banca Commerciale Italiana, dichiarò espressamente: *“L'assemblea degli azionisti sappia che nessun gruppo può dominare la Banca perché il solo nucleo di azioni importante è in mano di un Consorzio il quale non è stato formato da un dato istituto o da un dato gruppo ma da numerosi enti e privati i cui interessi possono essere in contrasto fra di*

essi e quindi, nei rapporti con la nostra Banca, le loro singole azioni si svolgeranno nell'esclusivo interesse dell'Istituto"¹¹.

Quale allora l'importanza delle azioni a voto plurimo? Quella di blindare e proteggere la Comit dalla minaccia dei Fratelli Perrone e dalla soggezione a interessi particolari, attraverso la modificazione dello statuto di tale Consorzio "di difesa", modellando la sua struttura azionaria e, al contempo, garantendo l'intangibilità del pacchetto di controllo delle azioni della BCI concentrate nel Consorzio Mobiliare Finanziario: l'art. 20 dello statuto del Comofin prevedeva infatti che "ogni azione dà diritto ad un voto" ma successivamente tale articolo venne modificato dall'assemblea dei soci disponendo che "ogni azione di categoria A dà diritto ad un voto; ogni azione di categoria B dà diritto a cinque voti", con previsione espressa, pertanto, di azioni a voto plurimo a tutela della maggioranza^{12 13}.

La vicenda approdò anche al vaglio della giurisprudenza: da un canto, il Tribunale di Milano affermava la contrarietà alla legge della deliberazione di suddivisione del capitale di Comofin in azioni a voto plurimo (circa 70.000 azioni di categoria B, ciascuna dotata di 5 voti), accanto ad azioni a voto unico (circa 350.000 di categoria A, ciascuna provvista di un voto); d'altro canto, la Corte d'Appello di Milano era fermamente convinta della non illegittimità di una disposizione dello statuto sociale che prevedesse la creazione di varie categorie di azioni attribuenti un numero di voti diverso, purché venissero comunque rispettate le norme inderogabili regolatrici delle società anonime.

In conclusione, prevalse l'orientamento della Corte di secondo grado in quanto la Cassazione, il 15 luglio 1926, affermò a riguardo che "nella società anonima

¹¹ Verbale della deliberazione dell'Assemblea Straordinaria del 30 marzo 1920, in *Archivio Storico Intesa San Paolo*, Patrimonio Banca Commerciale Italiana (ASI – BCI), Verbali dell'Assemblea Generale (VAG), 3, f. 21.

¹² Vicenda tratta da: V. CARIELLO, "Un formidabile strumento di dominio economico", (nt. 8), p. 561 ss.; *Id*, *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I, p. 164, in particolare p. 175 ss.

¹³ Cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, p. 763, il quale considerò l'emissione di azioni a voto plurimo nel Consorzio Mobiliare Finanziario quale manifestazione di ricorso a tale azione al fine di impedire scalate (nel caso, la scalata alla BCI da parte dei Fratelli Perrone).

*è ammissibile il voto plurimo*¹⁴, con un evidente impatto pragmatico e sistematico sulle e nelle “vicende sociali” delle società industriali nostrane, nonostante il Fre’ l’avesse definita una decisione “*piuttosto di specie che di massima*”¹⁵.

Emerge dunque il carattere “protezionistico” delle azioni a voto plurimo, la cui funzione era anche quella di evitare che il controllo societario si trasferisse in capo a soggetti stranieri che sfruttavano il potere della propria valuta nazionale pregiata nel sottoscrivere gli aumenti di capitale. Non è dunque un caso che successivamente la BCI caldeggiò le azioni a voto multiplo di rilevanti società operanti in settori nevralgici dell’economia nazionale, tra le quali l’Ilva, Monte Amiata, Mira - Lanza e La Soie de Chatillon¹⁶.

1.2 Prima del codice civile unificato: dibattito sul voto plurimo con particolare riguardo alle tesi del Vivante e del Cabiati.

Nel triennio 1924 - 1926 si manifestarono vicende temporalmente contemporanee o prossime a quella illustrata nel paragrafo che precede. Più precisamente, tale periodo fu connotato da lavori di riforma del diritto commerciale¹⁷ e da voci favorevoli alle azioni a voto multiplo.

Tra i sostenitori di queste vanno ricordati: la Confederazione bancaria; Cesare Vivante, il quale sosteneva che, se corredate da normative idonee a prevenirne abusi strumentali, tali azioni potessero trovare riconoscimento legislativo quale strumento per combattere le scalate ostili, sorto “*dal bisogno di assicurare all’industria uno stabile e programmatico sviluppo*”¹⁸ così da “*salvarla dai colpi di mano*”¹⁹, anche se il voto multiplo “*non deve favorire abusi ed appetiti illeciti e che deve essere automaticamente soppresso, quando vi sia il pericolo,*

¹⁴ Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II, p. 373 ss.

¹⁵ G. FRÈ, (nt. 5), p. 507, nt. 3.

¹⁶ Sulla prassi v. *ivi*, p. 144 ss.

¹⁷ Cfr. L. LORDI, *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 271 ss.

¹⁸ C. VIVANTE, *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 435.

¹⁹ C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 317.

che possa essere dannoso alla società ed ai soci ordinari”²⁰; Antonio Scialoja²¹, Tullio Ascarelli ²² e l’Associazione Bancaria Italiana; la prevalente giurisprudenza di merito e la stessa Corte di Cassazione, così come ricordato nella vicenda Comofin. Un esame della prassi dimostrava altresì come diverse furono le società anonime che emisero più di due milioni di azioni a voto plurimo con addirittura una tra queste che raggiunse il picco di cinquanta voti per azione (Società anonima “L. Unica”)²³.

Per differenziare le posizioni degli azionisti interessati alla gestione e all’amministrazione della società da quelle degli azionisti meri apportatori di capitale e curanti della redditività dell’investimento, vennero create, accanto alle azioni ordinarie, particolari azioni a voto plurimo riservate ai gruppi di comando delle società e delle banche che li sostenevano.

Degni di essere rievocati a memoria sono gli scambi epistolari²⁴ tra Camillo Giussani, consulente legale milanese della BCI, e Giuseppe Bianchini, direttore generale dell’Associazione Bancaria Italiana (ABI) e direttore responsabile della Rivista Bancaria (che ospitò tre saggi a firma di Cesare Vivante, tutti favorevoli alle azioni a voto potenziato) e tra Giussani e Cesare Vivante, intercorsi tra il mese di maggio e giugno del 1925.

Bianchini scrisse a Giussani di rendere edotto il Vivante circa la questione dell’ammissibilità del voto plurimo e dell’estromissione delle società dal possesso delle azioni a voto potenziato, informandolo anche della convocazione della Commissione per la riforma del codice di commercio, il cui progetto escludeva il voto plurimo. L’esclusione della titolarità delle azioni a voto potenziato in capo alle società, prospettata da Confindustria nell’ambito di un dibattito presso il Consiglio Superiore dell’Economia Nazionale sulla base della circostanza che il voto potenziato avrebbe facilitato la dipendenza delle società

²⁰ C. VIVANTE, *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. banc.*, 1925, p. 58.

²¹ Cfr. A. SCIALOJA, (nt. 13).

²² Cfr. T. ASCARELLI, *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. Giur.*, 1925.

²³ Cfr. G. FRÉ, (nt. 5), p. 489.

²⁴ Conservate in *Archivio storico Intesa San Paolo*, Patrimonio Banca Commerciale Italiana (ASI – BCI), Fondo segreteria Toeplitz, cart. 46.

dai gruppi finanziari, non trovava d'accordo Bianchini, il quale, al contrario, si riteneva favorevole alla titolarità delle azioni potenziata in capo a società e cittadini italiani. L'avvocato milanese manifestò a Bianchini il suo diffidente atteggiamento circa l'esclusiva titolarità in capo a persone fisiche di tali azioni²⁵ e scrisse successivamente al Vivante, concentrandosi sulla *“questione della nazionalità italiana prescritta per i titolari di azioni a voto plurimo, che si vorrebbero limitare a persone fisiche, escludendo le Società commerciali”*²⁶. Giussani ritenne che se si fosse raggiunta una simile negoziazione in seno alla commissione, sarebbe stata preclusa la stessa creazione delle azioni a voto multiplo, in tal modo rendendo probabile il ricorso a subdoli meccanismi (teste di legno) per aggirare il divieto.

Si evince dalla trattazione come gli interessi finanziari bancari della Comit (di cui portavoce fu Giussani) si trovavano in equilibrio e armonia con le idee del Vivante in relazione alle azioni a voto potenziato, tanto che il giurista veneziano confutava così quelle voci contrarie alla convenienza di assegnare tali azioni a voto multiplo alle Banche:

*“questo ostracismo non mi pare né giusto né giustificato. Non mi pare giusto, perché mettendo il suo vivo contante in un'industria la Banca deve pure avere la possibilità di controllarne l'impiego, concorrendo alla scelta del Consiglio, col peso del voto plurimo. Né mi pare giustificato il timore che la Banca domini l'industria con poca spesa, perché limitando il numero dei voti spettante a queste azioni per esempio a 5, le Banche dovrebbero per dominare l'impresa sottoscrivere un quinto del capitale, e queste ingenti immobilizzazioni non sono consentanee alla funzione bancaria”*²⁷.

²⁵ Così Giussani rispose a Bianchini: *“...la limitazione dell'appartenenza di tali azioni a persone fisiche è assai grave, perché praticamente frustra la pratica applicazione dell'istituto. Comprenderei, al più, che si volessero garanzie speciali di italianità delle Società titolari di dette azioni; ma escluderle senz'altro dalla possibilità di possederle, è fuor di luogo...”*. A riguardo, cfr. V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, (nt. 8), p. 562.

²⁶ *Ivi*, p. 563.

²⁷ C. VIVANTE, *I progetti*, (nt. 18), p. 435.

Si schierava in senso nettamente divergente l'economista liberale Attilio Cabiati. Egli sosteneva che le banche avessero eccessiva potenza di fronte all'industria nazionale tanto da detenere già la maggioranza delle azioni societarie, in virtù dei finanziamenti concessi, e da desiderare fortemente la riforma delle azioni a voto plurimo per assumere il controllo di una società con un minor immobilizzo. Cabiati criticava aspramente il progetto Vivante in quanto taceva sul dominio di carattere amministrativo di un organismo speculativo (gli istituti di credito) su uno produttivo (l'industria) e sul pericolo che nonostante la minor spesa, attraverso la titolarità di azioni a voto multiplo, la banca potesse dominare, per mano di un gruppo ristretto facente capo ad essa e portatore di interessi speculativi in opposizione a quelli produttivi, la società anonima.

L'economista denunciava così l'ideologia vivantiana:

“l'illustre professore dell'ateneo di Roma conserva da un quarto di secolo, di fronte alle società commerciali, quell'identico atteggiamento mentale che, in materia di diritto pubblico e di rapporti fra Stato ed organismi privati, ispira l'attuale legislazione fascista. Egli sente, cioè, alto il culto del principio di autorità contro quello elettivo, la superiorità degli organismi su gli individui che lo compongono e nutre per il potere esecutivo una ammirazione pari alla diffidenza che prova contro quello legislativo. Il che porta scientificamente il Maestro (Vivante) a deprimere i poteri delle assemblee deliberanti, di fronte alle facoltà concesse ai corpi che eseguono”²⁸.

Il Cabiati, se da un lato riconosceva il vantaggio, prospettato dal Vivante, di impedire che le imprese italiane soggiacessero a poteri stranieri attraverso il possesso di azioni nominative a voto multiplo in capo a organismi nazionali, d'altro lato rifletteva sulla conseguente ed intrinseca difficoltà di concessione di

²⁸ A. CABIATI, *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 9 s.

finanziamenti da parte di gruppi esteri di fronte ad una società vincolata a priori ad un potere “pseudo - eterno”²⁹. L’importanza di tali finanziamenti veniva esaltata da Antonio Scialoja, il quale, considerandoli imprescindibili, ammetteva che *“un bisogno di difesa generale dei nostri affari dall’invadenza estera non è affatto sentito, anzi si può dire che l’afflusso di capitale straniero è ora più domandato che offerto”*³⁰, in un contesto di evidente stato di subbuglio e al contempo di ripresa economico – finanziaria. Si nota l’atteggiamento conservativo del Cabiati, il quale tentava di condannare quella che era l’ineluttabile funzione del voto plurimo, cioè produrre e cristallizzare *“(dietro il velo della perorazione della provvidenziale, per l’economia nazionale, stabilità di conduzione delle società e della difesa della categoria degli azionisti stabili realmente interessati alle vicende imprenditoriali) vere e proprie inamovibili ovvero difficilmente dissolvibili oligarchie di azionisti”*³¹.

L’autorevole posizione di ogni nome citato, i contenuti delle corrispondenze e l’applicazione nella prassi, dimostrano che l’azione a voto potenziato non fu un mero congegno da limare, bensì uno strumento finanziario di cui discuterne l’entrata in vigore attraverso un’esplicita legittimazione o un altrettanto esplicito divieto, in difetto di apposita normativa.

1.3 Verso l’emanazione del codice civile italiano del 1942: i progetti di riforma del codice di commercio del 1882 e la posizione della sottocommissione Reale sulle azioni a voto plurimo.

L’azione a voto plurimo costituì uno strumento che prese impulso da molteplici ed eterogenei fattori, e il dibattito sulla sua ammissibilità legislativa venne collocato a far data dal 1924. Alla Sottocommissione Reale nominata con r.d. 3 giugno 1924, presieduta dal D’Amelio, fu affidato il compito di redigere il testo

²⁹ Cfr. V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, (nt. 8), p. 541 ss.

³⁰ A. SCIALOJA, (nt. 13), p. 782 ss.

³¹ V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, (nt. 8), p. 550.

di un nuovo codice di commercio ed ebbe luogo una vigorosa disputa circa la possibilità di emettere speciali categorie di azioni, tra cui le azioni a voto multiplo³². Con riguardo a quest'ultime, la Sottocommissione si espresse in maniera diffidente e contraria alla loro introduzione, nonostante nella prassi fossero frequentemente utilizzate. Fu prospettata l'introduzione delle azioni a voto limitato.

La relazione al progetto di riforma del codice di commercio del 1922 così recitava:

“I motivi che resero diffidente la maggioranza della Sottocommissione verso le azioni a voto plurimo sono di ordine essenzialmente pratico. La maggioranza della Sotto-commissione si domandò se il voto plurimo non faciliti troppo l'infedamento delle società anonime a ristretti gruppi finanziari, i quali, sicuri della loro stabilità, potrebbero finire per curare più gli interessi propri che quelli della maggioranza degli azionisti. Che il controllo delle banche finanziatrici sulle industrie finanziate sia da noi in certi limiti una necessità è indubbio; ma la maggioranza della Sotto-commissione si domandò, se, attraverso il voto plurimo non si corra il rischio di trasformare tale controllo in un asservimento sistematico, generatore di monopoli sempre più rigidi e pericolosi. Sembrò alla maggioranza della Sotto-commissione troppo ottimistica e irrealista la concezione che molti hanno del voto plurimo, come di un istituto volto a difendere dagli attacchi di gruppi estranei i laboriosi fondatori di una società, che ad essa hanno conferito il meglio della loro intelligenza e della loro capacità, magari un brevetto o un segreto di fabbrica, ecc. La questione va esaminata anche dal suo rovescio. Del voto plurimo non saranno i fondatori della società che si varranno all'atto della costituzione della società, perché col voto plurimo è molto più difficile trovare capitale per il collocamento delle azioni. Sarà durante la vita della società, quando la società

³² Cfr. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 930 s.

si sia già affermata ed avviata e il suo dominio sia più ambito, che i diversi gruppi cercheranno di impadronirsene e di consolidare col voto plurimo il possesso. E allora non è detto che la manovra riesca più facile a coloro i quali con la loro opera hanno creato la fortuna della società, piuttosto che a gruppi estranei di speculatori addestrati a questo genere di operazioni. (...) Il pericolo che il voto plurimo, invece di essere l'arma di difesa dei benemeriti creatori dell'industria, possa diventare l'istrumento con cui audaci gruppi finanziari possano consolidare una posizione di fortuna conquistata con un abile colpo di borsa non sembra trascurabile, specialmente in Italia, dove, a differenza di altri paesi, i titoli azionari delle società sono nella massa o flottanti sul mercato o nelle mani delle banche, e dove l'impossessamento della maggioranza, necessaria per far approvare dall'assemblea il voto plurimo (rectius: un aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo a favore di un determinato gruppo), non è operazione che presenti difficoltà insormontabili”³³.

E' possibile intuire dalla lettura della relazione poc'anzi citata, che la Sottocommissione evitò di sbilanciarsi su un esplicito divieto di emissione delle azioni a voto plurimo e che rinviò ad un successivo esame il dibattito sulla loro ammissibilità nel nostro ordinamento.

Trovò invece un più generale consenso riconoscere alla società la possibilità di emettere una parte delle azioni con voto limitato:

“Abbandonato il progetto relativo al voto plurimo, la maggioranza della Sottocommissione si trovò invece concorde su un'altra proposta, ispirata a scopi analoghi, ma che sembrò più moderata e più aderente alle effettive esigenze dell'economia del paese. Sembrò alla maggioranza della Sottocommissione che le società possano cercare la difesa, contro il pericolo di insidiosi turbamenti delle maggioranze, molto più semplicemente che creando azioni a voto plurimo, emettendo una parte delle azioni con diritto di voto limitato, cioè creando un

³³ *Ibidem*

titolo in cui possa bensì investirsi il risparmio frazionato dei privati, ma che non possa essere oggetto di accaparramenti per manovre di scalata”³⁴.

Il passo dal quale cogliere l’assenza di una posizione definitiva sul punto è il seguente: il modello delle azioni a voto limitato “*potrebbe rimanere nel codice anche accanto alle azioni a voto plurimo, qualora queste, in una fase successiva, dovessero esservi accolte*”³⁵.

Alla relazione al progetto di riforma del codice di commercio del 1922 e alle tesi cabiatiane (1926) di autorevole, aspra e ragionata critica al Vivante - fautore dei principali progetti di riforma includenti azioni a voto plurimo - si abbina la concezione di Luigi Einaudi, il quale, nel 1934, scrisse il saggio “*A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)*”, in *La Riforma Sociale*. Le ideologie dei due economisti si pongono come due estremi temporali di un periodo in cui l’azione a voto multiplo trovò attuazione e riconoscimento da parte di molti studiosi, per poi flettere ed infine divenendo istituto scarsamente adottato dalla prassi statutaria dal 1934 al 1942³⁶.

L’illustre secondo Presidente della Repubblica definì eloquentemente l’azione a voto plurimo “*una invenzione del diavolo al preciso preordinato scopo di far scappare i risparmiatori a gambe levate dagli investimenti in società per azioni*”³⁷.

Egli fondava le sue osservazioni sull’illogicità ed incoerenza di un esuberante investimento in acquisto di azioni ordinarie di una società anonima, nel caso in cui altri soggetti più acuti, mediante l’impiego inferiore o addirittura minimo di propri capitali, avessero usufruito, attraverso la titolarità dell’azione a voto potenziato, di un diritto di voto potenziato nelle assemblee divenendo di fatto

³⁴ *Ivi*, p. 932.

³⁵ Commissione Reale per la riforma dei codici, Sottocommissione B, Codice di commercio, I, Progetto, e II, Relazione sul progetto, Roma, 1925-27, 81.

³⁶ Cfr. V. CARIELLO, “*Un formidabile strumento di dominio economico*”, (nt. 8), p. 560 s.

³⁷ L. EINAUDI, *A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)*, in *La Riforma Sociale*, 1934, p. 626.

padroni della cosa sociale, nonostante un ridotto investimento e tutte le cautele del caso.

Secondo Einaudi, l'effetto diretto consisterebbe nello smobilizzo del denaro investito, da parte dei soci ordinari, per destinarlo a società più trasparenti e meno arroccate: *“la fiducia andrà verso quelle società, le quali non hanno emesso azioni a voto plurimo o che riusciranno a far sì che i loro possessori rinuncino al malo diritto di contar per dieci o cinque laddove i colleghi ordinari votano per uno”*³⁸ per evitare lo scoramento dei risparmiatori.

Per chiosare possono essere riprese le parole di Giancarlo Frè, che ben permearono il contesto economico, sociale e politico - finanziario fin qui analizzato:

*“specialmente ragioni di privato tornaconto introdussero nel nostro paese questo formidabile strumento di dominio economico. Le giustificazioni giuridiche e nazionali, come sempre accade per questi fenomeni economici, determinati dalla leva dell'interesse, vengono dopo”*³⁹.

2. Introduzione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo con l'art. 2351 del codice civile italiano del 1942.

La soluzione di compromesso concernente il *favor* per le azioni a voto limitato, adottata nel progetto D'Amelio del 1925⁴⁰ con l'obiettivo di non pregiudicare, in ulteriori lavori, l'eventuale riesame della questione della previsione di azioni a voto potenziato, venne esplicitamente dichiarata nelle pagine del progetto come una *“infelice transazione tra le idee dei sostenitori delle azioni a voto plurimo e quelle degli avversari”*.

³⁸ *Ivi*, p. 626 s.

³⁹ G. FRÈ, (nt. 5), p. 489.

⁴⁰ COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, Codice di Commercio, vol. I, *Progetto*, e vol. II, *Relazione sul progetto*, Roma, 1925-27.

Abbiamo passato in rassegna le principali posizioni (*rectius*: contrapposizioni) teoriche e pratiche di coloro che, da un lato, riconoscevano la legittimità delle azioni a voto multiplo per la tutela dell'indirizzo e della gestione imprenditoriale della società con funzione anti-scalata e di chi, dall'altro lato, disconosceva tale strumento per due ordini di ragioni: il pericolo di infeudamento delle società nelle mani dei forti gruppi finanziari; la difesa dell'azionista - risparmiatore piegato di fronte ai gruppi di comando, sulla base della circostanza che *“chi dà denari vuole almeno avere l'illusione di essere padrone del negozio”*⁴¹ e, di conseguenza, ha la veste di socio da avvalorare e far “pesare” in società.

Si segnala, d'altronde, che l'istituto dell'azione a voto potenziato, dalla fine degli anni '30, trovò margini applicativi veramente modesti ed anche le autorevoli voci favorevoli all'adozione di tale strumento finanziario non avevano più la forza attrattiva di un tempo⁴².

I lavori per riformare il codice di commercio del 1882 ripartirono nel 1939 e l'art. 205, progetto Asquini del 1940⁴³ può essere considerato l'antecedente del successivo art. 2351 del Codice civile del 1942. L'art. 205 del progetto Asquini affermava il principio di proporzionalità tra potere e rischio (*“ogni azione attribuisce il diritto di voto”*) e proseguendo disponeva che *“l'atto costitutivo può tuttavia stabilire che una categoria di azioni, a cui si è attribuito un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle deliberazioni previste dall'art. 218”*⁴⁴. *La limitazione al diritto di voto deve risultare dal titolo”*.

⁴¹ L. EINAUDI, (nt. 37), p. 626 s.

⁴² Cfr. V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*, (nt. 8), p. 561 s.

⁴³ Art. 205, progetto Asquini del 1940: *“Ogni azione attribuisce il diritto di voto. L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che una categoria di azioni, a cui si è attribuito un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle deliberazioni previste dall'art. 218. La limitazione al diritto di voto deve risultare dal titolo”*.

⁴⁴ Art. 218, progetto Asquini del 1940: *Competenza dell'assemblea straordinaria (art. 154, 3° comma cod. comm.). – “L'assemblea straordinaria delibera: 1) la proroga della durata della società; 2) l'aumento o la riduzione del capitale sociale; 3) il cambiamento dell'oggetto principale della società; 4) il cambiamento della specie di società; 5) il trasferimento della sede all'estero; 6) la fusione con altre società; 7) l'alienazione dell'azienda sociale; 8) lo scioglimento anticipato della società; 9) l'emissione di obbligazioni; 10) gli altri mutamenti dell'atto costitutivo, i quali importano variazioni nei diritti dei soci.*

Si arriva dunque, passando per i vari progetti proposti (progetto D'Amelio del 1925 e progetto Asquini del 1940) e accadimenti temporali, all'introduzione del Codice civile del 1942, emanato con r.d. 16 marzo 1942, n. 262. L'art. 2351 c.c. così prevedeva:

Diritto di voto. – “Ogni azione attribuisce il diritto di voto”.

“L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione di utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365⁴⁵. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale.

Non possono emettersi azioni a voto plurimo”.

Sotto un primo profilo, le azioni a voto limitato ottennero quel riconoscimento legislativo prospettato nel progetto D'Amelio del 1925. Mentre tale progetto prevedeva che ai titolari di queste azioni fosse precluso l'esercizio del diritto di voto su taluni argomenti in sede di assemblea straordinaria (come le deliberazioni concernenti l'aumento di capitale, l'emissione di azioni privilegiate, la fusione con altra società)⁴⁶, nel progetto Asquini del '40 non veniva escluso l'esercizio del diritto di voto da parte dei titolari di azioni a voto limitato, come rilevato nel suo art. 218⁴⁷.

⁴⁵ Art. 2365 c.c.: “La assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dell'atto costitutivo e sull'emissione di obbligazioni. Delibera altresì sulla nomina e sui poteri dei liquidatori a norma degli artt. 2450 e 2452”.

⁴⁶ Queste materie erano escluse dall'art. 170 del progetto D'Amelio, il quale disponeva, nel suo 1° comma, che: “L'atto costitutivo o lo statuto può stabilire che una parte delle azioni della società abbia diritto di voto soltanto nelle assemblee straordinarie per deliberare sugli argomenti indicati ai numeri 1, 4, 5, 6, 8, e 9 dell'art. 199. In tal caso le limitazioni devono essere indicate sul titolo”. Nell'art. 199 appena indicato venivano elencate le materie di competenza della assemblea straordinaria e, l'aumento di capitale (n. 2), l'emissione di azioni privilegiate (n. 3), la fusione con altre società (n. 7) e qualunque altra modificazione dell'atto costitutivo o dello statuto, o qualunque altra deliberazione per la quale sia richiesta l'approvazione dell'assemblea straordinaria (n. 10), non rientravano nella latitudine del potere di voto esercitabile dai titolari di azioni con diritto di voto limitato, a differenza di quanto previsto dall'art. 218 del progetto di riforma del codice di commercio del 1940.

⁴⁷ V. nt. 44.

Nel Codice del 1942 si procedette all'esclusione del potere di voto da parte dei titolari di azioni a voto limitato nelle materie di competenza dell'assemblea ordinaria e quindi, anche e soprattutto, per la nomina degli amministratori (art. 2351, secondo comma, c.c. sopra citato), recando così un *vulnus* all' "esercizio in comune di una attività economica" (art. 2247 c.c.)⁴⁸ senza tuttavia perdere il diritto di intervento o di farsi rappresentare nell'assemblea ordinaria.

Sotto un secondo profilo, fu espressamente previsto il divieto di creazione/emissione di azioni a voto multiplo (art. 2351, terzo comma, c.c. sopra citato) difformemente da quanto era stato sostenuto dal Vivante, che aveva proposto la loro legittimazione con la limitazione nell'emissione della metà del capitale sociale⁴⁹. Questa soglia venne invece tracciata per le azioni a voto limitato (art. 2351, secondo comma, c.c. sopra citato). Ad integrazione dell'art. 2351, terzo comma, c.c., l'art. 212 delle Disposizioni per l'attuazione del codice civile e disposizioni transitorie (che non fu modificato dalla riforma del 2003 ma sostituito dal d.l. "Competitività" n. 91/2014) prevedeva che:

"Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma, potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data suindicata.

Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo. Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti.

Le disposizioni del comma precedente non si applicano alle azioni a voto plurimo, emesse in occasione di aumenti di capitali deliberati prima dell'entrata in vigore

⁴⁸ Art. 2247 c.c.: "Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili".

⁴⁹ Cfr.: C. VIVANTE, *I progetti*, (nt. 18), che aveva proposto l'introduzione delle azioni a voto plurimo in una misura pari alla metà del capitale sociale; V. CARIELLO, "Un formidabile strumento di dominio economico", (nt. 8), p. 541 ss.

del codice e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni”.

Il divieto di emissione di azioni a voto multiplo venne dunque introdotto, a favore della previsione di azioni a voto limitato quale strumento di difesa del sodalizio dall’attuazione di scalate ostili. In questa sede, giova evidenziare il carattere assoluto di tale preclusione, non attenuata dalla tolleranza per le azioni a voto multiplo “*esistenti al 27 febbraio 1942*” ovvero emesse successivamente allo stesso in esecuzione di delibera del capitale sociale a pagamento assunta precedentemente alla data di vigenza del predetto codice, poiché eccezioni previste in ossequio ai principi di successione delle leggi nel tempo ordinariamente vigenti e il principio della parità di trattamento volto “*a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni*”.

Il legislatore del ’42 sembrò dunque dare forma legislativa al principio della proporzionalità del potere economico alla proprietà della ricchezza, ovvero il principio di stretta proporzionalità tra potere e rischio, manifestazione della c.d. “*democrazia plutocratica*”⁵⁰.

Il principio è espressione dell’esigenza che il soggetto che più investe nella società tramite l’acquisto di titoli azionari, deve di conseguenza ottenere numero di voti, parte di utili, quota di liquidazione, in proporzione alla spesa azionaria effettuata in sede di ingresso in società (tramite l’acquisto di un pacchetto azionario ovvero tramite un conferimento iniziale) o durante la successiva fase di sviluppo della stessa (vale a dire, in sede di sottoscrizione degli aumenti di capitale deliberati dalla società). “*Nel codice il modello azionario vuole essere congeniale all’esercizio della grande impresa, e il potere di gestione è legato al principio maggioritario, sull’idea che la gestione vada affidata a coloro che, appunto perché titolari della maggior parte del capitale, corrono i maggiori rischi per le eventuali perdite derivanti da una cattiva gestione. L’idea di fondo è*

⁵⁰ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 24.

comune a tutti gli ordinamenti che conoscono i modelli delle società di capitali”⁵¹. Venne individuato come modello legale il voto proporzionale, senza che questo venisse espressamente dichiarato in termini inderogabili, infatti, in ordine alla circostanza della possibilità dello statuto sociale di poter derogare a tale principio, nulla veniva dettagliato⁵².

Tale modello è riassumibile nel seguente schema:

- non era possibile attribuire il diritto di voto a soggetti che non rivestissero la qualifica di soci;
- questi ultimi non potevano essere privati interamente del diritto di voto, essendo questo riconosciuto dal legislatore ed esercitabile almeno in tutte le delibere dell’assemblea straordinaria;

⁵¹ N. SALANITRO, *La riforma delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, V, p. 561.

⁵² Per quanto riguarda le società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici, l’art 2458 c.c., prima della riforma organica delle società di capitali del 2003, conteneva una deroga espressa consistente nella possibilità riconosciuta allo statuto di attribuire il potere di nomina di uno o più amministratori o sindaci allo Stato o enti pubblici senza alcun riferimento alla proporzionalità della partecipazione, prevedendo che: *“Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni, l’atto costitutivo può ad essi conferire la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci. Gli amministratori e i sindaci nominati a norma del comma precedente possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati. Essi hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall’assemblea”*. Successivamente, con il d. lgs. n. 6/2003, venne modificato l’art. 2449 c.c. che così recitava: *“Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni, lo statuto può ad essi conferire la facoltà di nominare uno o più amministratori o sindaci ovvero componenti del consiglio di sorveglianza. Gli amministratori e i sindaci o i componenti del consiglio di sorveglianza nominati a norma del comma precedente possono essere revocati soltanto dagli enti che li hanno nominati. Essi hanno i diritti e gli obblighi dei membri nominati dall’assemblea. Sono salve le disposizioni delle leggi speciali”*. Tale disposizione, come il vecchio art. 2458 c.c., conteneva una deroga espressa al voto proporzionale, poiché la nomina di uno o più amministratori non era legata alla proporzionalità della partecipazione al capitale. Invece, il nuovo art. 2449, primo comma, c.c., sostituito dall’art. 13, l. 25 febbraio 2008, n. 34 - Legge comunitaria 2007 - così recita: *“Se lo Stato o gli enti pubblici hanno partecipazioni in una società per azioni che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio, lo statuto può ad essi conferire la facoltà di nominare un numero di amministratori e sindaci, ovvero componenti del consiglio di sorveglianza, proporzionale alla partecipazione al capitale sociale”*. Quindi, attualmente e percentualmente parlando, la rappresentanza dello Stato o dell’ente pubblico nell’organo amministrativo deve essere approssimativamente proporzionale alla partecipazione dello Stato o dell’ente pubblico nella società. L’art. 2459 c.c., prima della riforma del 2003, disponeva che *“le disposizioni dell’articolo precedente si applicano anche nel caso in cui la legge o l’atto costitutivo attribuisca allo Stato o a enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, la nomina di uno o più amministratori o sindaci, salvo che la legge disponga diversamente*. L’articolo da ultimo citato conteneva una importante deroga al principio “nessuna azione senza voto”, infatti, il potere di nominare amministratori o sindaci poteva essere attribuito dalla legge o dall’atto costitutivo allo Stato o ente pubblico anche senza partecipazione azionaria. Per ragioni di completezza del discorso, dopo la riforma organica, venne modificato l’art. 2450 disponendo che *“le disposizioni dell’articolo precedente si applicano anche nel caso in cui la legge o lo statuto attribuisca allo Stato o a enti pubblici, anche in mancanza di partecipazione azionaria, la nomina di uno o più amministratori o sindaci o componenti del consiglio di sorveglianza, salvo che la legge disponga diversamente. Qualora uno o più sindaci siano nominati dallo Stato, il presidente del collegio sindacale deve essere scelto tra essi”*. Oggi l’art. 2450 c.c. è stato abrogato dall’art. 3, d.l. 15.02.2007, n. 10, convertito con modificazioni con l. 6 aprile 2007, n. 46.

- non era possibile “accrescere” ovvero maggiorare il diritto di voto spettante a ciascuna azione, nemmeno in relazione a specifiche delibere ovvero a specifici argomenti.

La prima regola è compendiabile nell’inciso “nessun voto senza azione”; la seconda in quello “nessuna azione senza voto” e la terza nel principio di proporzionalità, più volte richiamato, e del principio “un’azione, un voto soltanto”⁵³. Nell’ambito del periodo che intercorre tra l’emanazione del codice civile del 1942 e il processo di riforma delle società di capitali del 2003, l’inscindibile correlazione tra la qualità di socio e il voto in assemblea subì un lento ma costante declino⁵⁴.

2.1 Un primo *vulnus* al principio della proporzionalità tra rischio e potere: l’introduzione delle azioni di risparmio.

L’art. 14, d.l. 8 aprile 1974, n. 95, convertito in l. 7 giugno 1974, n. 216 introdusse nel nostro Paese le azioni di risparmio, strumenti finanziari che potevano essere emessi dalle sole società quotate. In tal modo venne implicitamente e astrattamente riconosciuta nel nostro ordinamento la figura dello “azionista - risparmiatore”, vale a dire dell’investitore non istituzionale che impiega proprio capitale per l’acquisto di azioni con l’obiettivo di ottenere un risultato economico derivante dal medesimo investimento. A tal figura, nel linguaggio economico e poi giuridico, si contrappone quella dell’azionista - imprenditore, titolare di azioni diverse da quelle di risparmio ed interessato, oltre che al risultato economico, alla gestione della società⁵⁵.

⁵³ Espressioni tratte da M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. not.*, 2014, V, p. 921 ss, in particolare p. 923.

⁵⁴ Cfr. G.P. LA SALA, (nt. 1), p. 13.

⁵⁵ Su questi temi “classici” del diritto societario e sui dibattiti relativi all’istituto tuttora controverso delle azioni di risparmio cfr.: G. SCOGNAMIGLIO, *Tutela del socio e ragioni dell’impresa nel pensiero di G. Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 1 ss.; G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 471 ss. e p. 288 e 298 in cui l’autore manifesta il suo dissenso verso la categoria delle azioni di risparmio e contro quelle tesi che degradano l’azionista a mero investitore; *id.*, *La tutela dell’azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 1220 ss.; *id.*, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in

In tale arco temporale si colloca il d.l. 24 febbraio 1998, n. 58, col quale fu introdotto il Testo Unico della Finanza (TUF), nel cui articolo 145 fu previsto che *“le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale”* e ancora che *“l’atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio”*.

Dal punto di vista formale, l’azione di risparmio introdotta per le predette finalità di favorire gli investimenti nelle società quotate da parte di risparmiatori individuali non direttamente interessati alla gestione della società, difetta totalmente del diritto di voto e del diritto di intervento in assemblea e, al contempo, attribuisce diritti patrimoniali (per esempio, priorità nel rimborso delle azioni al valore nominale in sede di scioglimento della società) e soprattutto la qualità di socio al relativo titolare. Questo, in particolare, essendo esposto al rischio di impresa, risente dell’andamento economico della società ma è escluso dalla partecipazione in assemblea (sia ordinaria che straordinaria) della società. In ciò risiede la differenza principale con le azioni a voto limitato che consentono l’intervento e l’esercizio del diritto di voto nelle assemblee straordinarie che deliberano modificazioni statutarie anche concernenti l’assetto amministrativo societario (per esempio numero dei componenti e durata in carica, ma non la nomina). Ciononostante, ai titolari di azioni di risparmio, costituendo una categoria speciale di azionisti e in quanto soci, è attribuito il diritto di ingerirsi

Riv. soc., 1961, p. 297 in cui l’autore affermava che *“non si è soci in funzione di qualsiasi proprietà, ma in funzione dell’esercizio dell’impresa e di poteri e diritti ad esso relativi”*; G. FERRI, *La tutela dell’azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177 ss., secondo il quale il legislatore avrebbe dovuto riconoscere le azioni di risparmio (evento che avvenne successivamente nel 1974 per le società quotate) salvaguardando l’interesse patrimoniale dell’azionista risparmiatore poiché semplicemente estraneo all’esercizio di impresa.

nelle vicende societarie tramite le deliberazioni assunte dalle assemblee speciali di categoria di cui all'art. 146 del t.u.f.⁵⁶.

Inoltre, ai sensi del successivo art. 147 t.u.f.⁵⁷, sono espressamente attribuiti al rappresentante comune degli azionisti di risparmio, tra gli altri, (i) il diritto di consultare i libri indicati nell'art. 2421, primo comma, n. 1)⁵⁸ e 3)⁵⁹, c.c. e di ottenerne estratti; (ii) di assistere all'assemblea della società e di impugnare le deliberazioni⁶⁰.

Il legame imprescindibile tra azionista e voto, espressione del principio di stretta correlazione tra potere e rischio (principio capitalistico), risultava sì corrosivo ma non del tutto eliminato, ed il variegato istituto dell'azione di risparmio, modificato nel 1998, e le azioni privilegiate con diritto di voto limitato alle sole assemblee straordinarie (art. 2351, secondo comma, c.c.), parevano essere gli unici strumenti idonei a *“conciliare l'interesse del gruppo di comando ad accrescere la capitalizzazione della società senza perdere il controllo dell'impresa con quello del socio investitore a fruire di un titolo più aderente alla sua propensione speculativa”*⁶¹.

⁵⁶ Art. 146, primo comma, t.u.f.: *“L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio delibera: a) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune e sull'azione di responsabilità nei suoi confronti; b) sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria; c) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; il fondo è anticipato dalla società, che può rivalersi sugli utili spettanti agli azionisti di risparmio in eccedenza al minimo eventualmente garantito; d) sulla transazione delle controversie con la società, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria; e) sugli altri oggetti d'interesse comune”*.

⁵⁷ Art. 147, terzo comma, t.u.f.: *“Il rappresentante comune ha gli obblighi e i poteri previsti dall'articolo 2418 del codice civile, intendendosi l'espressione obbligazionisti riferita ai possessori di azioni di risparmio; egli inoltre ha diritto di esaminare i libri indicati nell'articolo 2421, numeri 1) e 3), del codice civile e di ottenerne estratti, di assistere all'assemblea della società e di impugnarne le deliberazioni. Le spese sono imputate al fondo previsto dall'articolo 146, comma 1, lettera c)”. Art. 147, quarto comma, t.u.f.: “L'atto costitutivo può attribuire al rappresentante comune e all'assemblea ulteriori poteri a tutela degli interessi dei possessori di azioni di risparmio e deve prevedere le modalità per assicurare un'adeguata informazione al rappresentante comune sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria”*.

⁵⁸ Art. 2421, primo comma, n. 1), c.c.: *“Il libro dei soci, nel quale devono essere indicati distintamente per ogni categoria il numero delle azioni, il cognome e il nome dei titolari delle azioni nominative, i trasferimenti e i vincoli ad esse relativi e i versamenti eseguiti”*.

⁵⁹ Art. 2421, primo comma, n. 3), c.c.: *“Il libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee, in cui devono essere trascritti anche i verbali redatti per atto pubblico”*.

⁶⁰ Da ciò emerge il riconoscimento in capo agli azionisti di risparmio (talvolta, come visto, esercitabile esclusivamente in via collettiva) di un potere di controllo sull'andamento della società e di indirizzo (seppur ristretto rispetto a quello accordato al socio ordinario) a tutela dell'investimento effettuato.

⁶¹ G.P. LA SALA, (nt. 1), p. 13.

Delle azioni a voto plurimo, di un loro riconoscimento legislativo mediante abrogazione o modificazione del divieto di emissione di tali azioni, ancora nessuna traccia.

3. La riforma organica delle società di capitali e il dibattito ad essa antecedente.

La riforma delle società di capitali introdotta con il d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, emanato in virtù della l. 3 ottobre 2001, n. 366, ha sancito una considerevole attenuazione dell'inscindibilità tra diritto di voto e proprietà di azioni.

Tale riforma, ispirata dall'obiettivo di prevedere *“la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”*⁶², è la prima che, dopo quella del '42, incide sul diritto societario in senso globale, attribuendo ai privati una più forte e ampia autonomia statutaria.

Di regola, innanzitutto, *“a ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento”*. Tuttavia, *“lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni”*, e cioè un'assegnazione delle azioni non proporzionale al capitale sottoscritto, secondo quanto disposto dall'art. 2346, quarto comma, c.c. Tale innovazione, in particolare, costituisce una prima e fondamentale breccia rispetto al principio – accolto nella originaria codificazione del 1942 – della corrispondenza e proporzionalità tra investimento e potere, già posto a fondamento della c.d. “democrazia plutocratica”. Mediante tale innovazione, pertanto, e purché il capitale sociale complessivo sia interamente sottoscritto, è consentito alla compagine societaria di determinare il concreto assetto dei poteri all'interno della società e di assegnare ad alcuni azionisti (il cui

⁶² Art. 4, sesto comma, l. 3 ottobre 2001, n. 366 (Legge Delega della Riforma del diritto societario).

ingresso in società è evidentemente ritenuto rilevante) titoli non proporzionali agli investimenti effettuati⁶³.

L'art. 2351, modificato nel 2003, può essere così analizzato⁶⁴:

- *“Ogni azione attribuisce il diritto di voto”* (art. 2351, primo comma, c.c.). E' la regola classica, lasciata immutata, che esprime il principio capitalistico della proporzionalità tra rischio e potere: ad ogni azionista è riconosciuto il diritto di prendere parte alla vita della società attraverso il proprio voto. Interessante notare che non sia espressamente prevista la distinta regola compendiabile nell'espressione “ogni azione attribuisce il diritto a un voto”;
- *“Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale”* (art. 2351, secondo comma, c.c.). E' in questo secondo comma che si manifesta la più ampia autonomia statutaria concessa ai privati nel regolare le proprie esigenze, nell'elaborare forme consone alla situazione di mercato e quindi diversificare e ampliare il portafoglio azioni della società per attingere a fonti di finanziamento: viene introdotta, anche per le società

⁶³ Cfr. P. FERRO LUZZI, *La «diversa assegnazione delle azioni»* (art. 2346, comma 4, c.c.) in *Liber Amicorum* G. F. Campobasso, vol. I, Torino, Utet, 2006, p. 581 e ss. Questo autore, in particolare, evidenzia come la fase della “diversa assegnazione” delle azioni sia una fase attinente alle scelte contrattuali che regolano i rapporti tra i soci, vista la funzione, appunto, costitutiva “*dell'organizzazione dell'esercizio, del finanziamento e della responsabilità di impresa dell'atto costitutivo*”. L'autore afferma che l'assegnazione eventualmente non proporzionale delle azioni determinata dallo e nello statuto (si badi, non nell'atto costitutivo, nel quale comunque risulta l'indicazione della loro distribuzione) sia fase “*logicamente distinta e successiva, estranea in sé e comunque diversa dalla creazione della società e dal valore tipico e caratterizzante dell'atto; il valore dell'atto è costitutivo della società, l'assegnazione è affare dei soci, accessorio, anche se non estraneo, alla funzione centrale dell'atto; l'atto 'crea' la società e poi 'registra' quanto i soci hanno convenuto tra loro*”.

⁶⁴ Sul punto, cfr.: S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 27 ss.; M. SAGLIOCCA, (nt. 53), p. 924 ss.; N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351*, in *Commentario Cottino*, Bologna, 2004; D. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei dd.lgs. 17 Gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, lezioni di diritto commerciale*, seconda edizione, Padova, Cedam, 2006.

“chiuse”, vale a dire per le società non quotate e che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, la possibilità di emettere azioni senza diritto di voto, azioni con diritto di voto condizionato al verificarsi di un particolare evento-condizione (per esempio, l’ottenimento del diritto di voto se i dividendi non sono distribuiti per più esercizi), e le già previste azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti. Ciò che giova evidenziare è che, mentre in passato i limiti al diritto di voto erano bilanciati da vantaggi per il socio (esempio nella ripartizione degli utili, le cosiddette azioni privilegiate), con la riforma è venuta meno l’automaticità di tale previsione, venendo superata la regola di bilanciamento tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (regola tuttavia introducibile per via statutaria);

- *“Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”* (art. 2351, terzo comma, c.c.). E’ concesso al privato di introdurre il sistema di voto scalare o scaglionato e tetti massimi al diritto di voto: il primo consiste nell’attribuzione del voto in misura meno che proporzionale⁶⁵ in relazione al numero di azioni di cui un medesimo soggetto è titolare (ad esempio 10 azioni, 10 voti; 20 azioni, 18 voti; 30 azioni, 24 voti, e così via)⁶⁶; il secondo consiste nell’attribuzione del voto da parte di ciascuna azione in possesso fino al raggiungimento di una certa soglia massima di possesso oltre la quale l’azione perde il diritto di voto di cui è dotata;

⁶⁵ Tuttavia, secondo alcuni autori, in particolare B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, p. 76., il voto scalare consente anche un’attribuzione del voto in misura più che proporzionale rispetto alle azioni possedute, non costituendo una categoria speciale di azioni e, per tale ragione, non interferendo nel divieto di azioni a voto plurimo.

⁶⁶ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, X, p. 1048 ss.

- *“Non possono emettersi azioni a voto plurimo”* (art. 2351, quarto comma, c.c.). Il divieto viene ribadito dal legislatore della riforma organica del 2003;
- *“Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, c.c.⁶⁷ e 2349, secondo comma, c.c.⁶⁸ possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell’organo cui partecipano* (art. 2351, quinto comma, c.c.). Il legislatore del 2003 ha consentito alle società di prevedere che, nel limite di singoli argomenti specificamente indicati, anche strumenti finanziari diversi dalle azioni possono attribuire il diritto di voto apportando una notevole deroga al principio secondo il quale non era possibile attribuire il diritto di voto a soggetti non soci. Viene quindi a cadere anche il relativo principio, a mente del quale il diritto di voto poteva essere attribuito esclusivamente ai soci sottoscrittori del capitale sociale⁶⁹. Lo strumento finanziario *“rappresenta, all’interno della disciplina dedicata alla società per azioni, qualunque tecnica di investimento nell’attività dell’ente, e diversa*

⁶⁷ Art. 2346, sesto comma, c.c.: *“Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”*.

⁶⁸ Art 2349, secondo comma, c.c.: *“L’assemblea straordinaria può altresì deliberare l’assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto”*.

⁶⁹ Sul rapporto tra strumenti finanziari partecipativi e azioni, tra i molti, cfr.: M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca e borsa*, 2003, I, p. 542; G. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006. p. 713 ss.; N. SALANITRO, *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, *ivi*, 719 ss.; R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, *ivi*, 727 ss.; M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, *ivi*, 735 ss.

dall'investimento azionario e da quello obbligazionario strettamente inteso"⁷⁰, destinato unicamente al servizio della spa;

Il contenuto delle azioni diverse dalle ordinarie può essere liberamente determinato dallo statuto. L'art. 2348 c.c.⁷¹, così come modificato nel 2003, se da un lato ribadisce quanto previsto dal codice civile del 1942 circa l'uguaglianza "relativa" di valore tra azioni e tra diritti che le stesse conferiscono e riafferma la possibilità di creazione di categorie di azioni fornite di diritti diversi mediante previsione statutaria o successiva modificazione di questo, dall'altro integra il precedente art. 2348 c.c. con una rilevante previsione, quella concernente la libertà della società nella determinazione del contenuto delle varie categorie di azioni, nel rispetto dei limiti imposti dalla legge, quale ad esempio l'ormai superato divieto di azioni a voto multiplo, vigente fino al 2014.

Tale novità è finalizzata alla tutela di quei soggetti la cui partecipazione costituisce una forma alternativa di investimento e, per ciò che a noi interessa, ha fortemente evidenziato deviazioni dal principio di stretta correlazione tra rischio e potere, facendo pendere la bilancia sul primo fattore e con riduzione o mancanza totale del secondo. La riforma del 2003 ha lasciato inalterato il divieto di creazione di azioni a voto multiplo (art. 2351, comma 4), che invece caratterizza l'opposto criterio del "potere senza rischio".

La riforma organica introduce molteplici ed eterogenei strumenti di deroga al principio "un'azione - un voto", estendendo la gamma delle tipologie di azioni emettibili da una società per azioni ed attribuendo allo statuto sociale la facoltà (*rectius*: il potere) di diversificare il peso della partecipazione del socio in società. La società gode pertanto di una maggiore autonomia sul piano strutturale ed operativo, costituendo un organismo collettivo che rispecchia dall'interno,

⁷⁰ M. CIAN, (nt. 69), p. 738.

⁷¹ Art. 2348 c.c.: "*Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare, con lo statuto o modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza nelle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie. Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti*".

mediante l'attribuzione di azioni con diverso contenuto, le esigenze e gli interessi esterni dei singoli soci. Permane la vigenza del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, riconducibile alla necessità di evitare che una sparuta minoranza di capitale potesse assumere il controllo societario.

Nel 2003, il legislatore, spinto dalla *“esigenza di ampliare gli strumenti disponibili alla società per attingere a fonti di finanziamento, dando ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato”*⁷², ha operato una notevole attenuazione del principio *“one share - one vote”*. Nonostante le innovazioni apportate dalla riforma del 2003, il legislatore del tempo decise di non abrogare il risalente divieto di emissione di azioni a voto plurimo tanto nei confronti delle società quotate o con strumenti diffusi tra il pubblico tanto nei confronti delle società c.dd. chiuse.

Con riferimento alle società quotate in mercati regolamentati, in particolare, la scelta di mantenere il predetto divieto è stata giustificata in quanto *“il ricorso ad azioni a voto plurimo potrebbe ridurre sensibilmente la contendibilità del controllo societario pregiudicando nel contempo la stessa confrontabilità dei titoli offerti sul mercato dall'emittente”*⁷³, vista la presenza di più categorie di azioni e quindi la necessità di individuare un prezzo unitario della partecipazione sociale, riferito a ciascuna categoria secondo modalità omogenee.

Durante i lavori preparatori della riforma citata non mancarono tuttavia opinioni divergenti. Alcuni ne proposero l'abrogazione ritenendo il divieto in esame un mero retaggio del passato^{74 75}; altri ne proposero l'abrogazione limitatamente alle

⁷² RELAZIONE AL DECRETO LEGISLATIVO 17 GENNAIO 2003, N. 6. RIFORMA ORGANICA DELLA DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI E SOCIETÀ COOPERATIVE, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in *Riv. soc.*, 2003, p. 112.

⁷³ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, vol. IV, tomo 1, Padova, 2010, p. 305.

⁷⁴ Cfr. C. ANGELICI, (Titolo dell'intervento) in M. VIETTI, F. AULETTA, G. LO CASCIO, U. TOMBARI, A. ZOPPINI (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, Giuffrè, 2006, p. 1684. L'Autore, in particolare, affermò che *“in un sistema che ammette azioni senza diritto di voto è soltanto una ipocrisia, che in sede di riforma sarebbe da non perseguire, escludere le azioni a voto plurimo, perché poi il risultato è assolutamente identico: se io il 50% delle azioni le posso emettere senza diritto di voto è come se dessi agli altri il doppio del voto”*.

⁷⁵ Nel medesimo senso, ma in posizione più conservatrice, v. A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art 2351 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004, p. 302-303, secondo cui la permanenza del divieto di emissione di azioni a voto multiplo sia da ricercare più in suggestioni di

società per azioni chiuse: in queste, infatti, si disse “*proprio il ristretto numero dei soci e il loro carattere di azionisti imprenditori e non semplicemente investitori avrebbe maggiormente garantito una contrattazione informata e consapevole in questo senso*”⁷⁶.

L’esigenza perseguita dalla riforma coincideva con quella sottesa al divieto del codice civile del 1942, vale a dire evitare ed ostacolare che un gruppo ristretto detentore di una partecipazione inferiore al 25% del capitale (in combinazione con l’emissione di azioni senza diritto di voto o con voto limitato fino al massimo della metà del capitale sociale), potesse esercitare il proprio potere di gestione cristallizzando il controllo societario a fronte di un modesto immobilizzo di capitali⁷⁷.

L’unica innovazione degna di nota in materia di maggiorazione del voto, avvenuta prima dell’emanazione del d.l. “Competitività” del 2014, è quella introdotta dall’art. 3 del d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 che ha sostituito l’art. 127-*quater*, t.u.f.⁷⁸: la previsione di una maggiorazione del dividendo, nei limiti del 10% di quello ordinario e prevista per le sole società quotate, a beneficio degli azionisti di minoranza, che abbiano detenuto la titolarità dell’azione per un periodo continuativo stabilito nello statuto, comunque non inferiore ad un anno. Si tratta evidentemente di una maggiorazione del dividendo collegato alla persona dell’azionista fedele che non smobilizza quanto investito per un certo periodo di tempo, ed è possibile scorgere una sorta di anticipazione, perlomeno sotto gli

continuità storica che in motivazioni di carattere applicativo, in un sistema in cui si lascia ampio spazio all’introduzione di rilevanti modifiche alla tradizionale regola di corrispondenza tra potere e rischio nelle società per azioni.

⁷⁶ D.U. SANTOSUOSSO, (nt. 64), p. 83.

⁷⁷ Cfr. M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 675, il quale afferma che il divieto di emissione di azioni a voto multiplo ribadito con la riforma del 2003 aveva il principale scopo di impedire “*l’asservimento della società ad azionisti che complessivamente detengano una partecipazione inferiore ad un quarto del capitale, percentuale questa in cui il legislatore ravvisa il limite minimo al di sotto del quale il governo della società non si ritiene trovi più sociale ed economica giustificazione*”.

⁷⁸ Art. 127-*quater*, primo comma, t.u.f.: “*In deroga all’articolo 2350, comma 1, del codice civile, gli statuti possono disporre che ciascuna azione detenuta dal medesimo azionista per un periodo continuativo indicato nella statuto, e comunque non inferiore ad un anno, attribuisca il diritto ad una maggiorazione non superiore al 10 per cento del dividendo distribuito alle altre azioni. Gli statuti possono subordinare l’assegnazione della maggiorazione a condizioni ulteriori. Il beneficio può estendersi anche alle azioni assegnate ai sensi dell’articolo 2442 del codice civile a un azionista che abbia diritto alla maggiorazione indicata nel primo periodo*”.

aspetti strutturali e di regolamentazione, della maggiorazione del voto introdotta nel 2014 con l'art. 127-*quinquies* del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

4. Il decreto legge “Competitività” n. 91/2014: la previsione della possibilità di emissione di azioni con diritto di voto plurimo per le società “chiuse”. Cenni all’istituto contiguo del voto maggiorato.

Il recente d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116, recante “Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea”, ha inciso in maniera considerevole in materia di impresa e società e, tra le molte innovazioni apportate⁷⁹, ha disposto con l'art. 20, comma 8-*bis*, la modifica dell'art. 2351, terzo e quarto comma, c.c.

Viene definitivamente abrogato il divieto per le società per azioni (quotate e non) di emissione di azioni che attribuiscono un diritto di voto superiore all'unità, consentendo l'emissione di strumenti finanziari nella forma delle azioni a voto maggiorato per le società quotate, e nella forma del voto plurimo per quelle chiuse.

Procedendo con ordine, per quanto riguarda il terzo comma dell'art. 2351 c.c.⁸⁰, è stato eliminato l'inciso “*che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*”

⁷⁹ Per esempio: la riduzione del limite minimo di capitale sociale nelle s.p.a. e nelle s.a.p.a. da 120.000 euro a 50.000 euro modificando l'art. 2327 c.c., per le s.r.l. rimanendo il limite di 10.000 euro, tuttavia potendo il capitale sociale scendere al di sotto di tale limite, purché superiore a 1 euro (Art. 2463, quarto comma, c.c.); viene eliminato l'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore nelle s.r.l. con capitale pari o superiore al minimo previsto per le s.p.a., modificando l'art. 2477 c.c. Per una più ampia ricognizione sulle modifiche apportate v. G. RIZZI (a cura di), *Le novità in materia societaria: D.L. 24 giugno n. 91 convertito con L. 11 agosto 2014 n. 116*, comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie, 20 settembre 2014, reperibile in http://www.notaitriveneto.it/file/massime/214/1411488532_Rizzi.NOVITA.20.9.2014.ppt.pdf.

⁸⁰ Il vecchio terzo comma dell'art. 2351 c.c. prevedeva: “*Lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporne scaglionamenti*”.

previsto precedentemente. Oggi, pertanto, tale comma ha esteso la possibilità di introduzione statutaria del voto scalare e di un tetto massimo che limita il diritto di voto anche per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Il vecchio comma quattro dell'art. 2351 c.c.⁸¹, che prevedeva il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, è stato completamente rivisto e così recita:

*“Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato a particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”*⁸².

Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo conserva la sua operatività nell'ambito delle società quotate in virtù dell'art. 127-*sexies* del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. n. 58/1998) che, in linea con l'originario divieto generale di emissione di azioni a voto plurimo, dispone che *“in deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo”*⁸³. Nello specifico, però, *“le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti”* e inoltre, *“se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo, ovvero le società risultanti dalla fusione o scissione di tali società, possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442⁸⁴ del codice civile*

⁸¹ Il vecchio quarto comma dell'art. 2351, c.c. prevedeva: *“Non possono emettersi azioni a voto plurimo”*.

⁸² Comma aggiunto dalla legge di conversione 11 agosto 2014, n. 116.

⁸³ Art. 127-*sexies*, primo comma, t.u.f.

⁸⁴ Art. 2442 c.c.: *“L'assemblea può aumentare il capitale, imputando a capitale le riserve e gli altri fondi iscritti a bilancio in quanto disponibili. In questo caso le azioni di nuova emissione devono avere le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, e devono essere assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle da essi già possedute. L'aumento di capitale può attuarsi anche mediante aumento del valore nominale delle azioni in circolazione”*.

*ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto di opzione; b) fusione o scissione”*⁸⁵.

Nelle società quotate è consentita l’emissione di azioni con voto maggiorato. L’art. 127-*quinquies* t.u.f, inserito dall’art. 20 del d.l. n. 91/2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116/2014, prevede la facoltà⁸⁶ di *“disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell’elenco previsto dal comma 2”*⁸⁷.

Le azioni a voto maggiorato (o *“loyalty shares”*)⁸⁸ costituiscono un ulteriore elemento di personalizzazione⁸⁹ - vedi già la maggiorazione del dividendo (art. 127-*quater*, t.u.f.) - dei diritti amministrativi riconosciuti al socio che sia titolare di azioni ininterrottamente e per uno specificato periodo di tempo indicato nello statuto non inferiore ai due anni. La maggiorazione del voto opera, qualora prevista statutariamente, relativamente ad una condizione in cui si trova l’azionista, quella dell’appartenenza dell’azione per un periodo continuativo che decorre dall’iscrizione in un apposito elenco, le cui caratteristiche sono determinate dalla Consob.

Mentre il voto plurimo *“costituisce un diritto particolare inerente all’azione oggettivamente e strutturalmente, così come le azioni privilegiate a voto limitato, ecc.”*⁹⁰, integra una caratteristica strutturale dell’azione e si impone come categoria

⁸⁵ Art. 127-*sexies*, secondo comma, t.u.f.

⁸⁶ Infatti, l’art. 127-*quinquies*, primo comma, ultimo periodo, t.u.f. prevede che: *“In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato”*.

⁸⁷ Art. 127 *quinquies*, secondo comma, t.u.f.: *“Gli statuti stabiliscono le modalità per l’attribuzione del voto maggiorato e per l’accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l’osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti”*.

⁸⁸ Azioni di fedeltà: così vengono definite dalla dottrina unanime.

⁸⁹ Sull’interpretazione di “personalizzazione” cfr. E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o truccage di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p. 78, in particolare p. 81, il quale afferma che tale caratteristica vada intesa “oggettivamente” e non “soggettivamente”, nel senso che la titolarità ininterrotta si qualifica *“criterio astratto applicabile a chiunque ponga in essere la condotta richiesta”*.

⁹⁰ P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno 22 settembre 2014 presso Consiglio notarile di Milano, p. 4, reperibile su www.marchettilex.it, area *updates*, 5, p. 4.

speciale di azioni⁹¹, la maggiorazione del voto “*non è caratteristica dell’azione, ma può operare in relazione ad una condizione in cui si trova l’azionista, il titolare dell’azione*”⁹². A deporre in tal senso è anche la stessa legge, la quale afferma che “*le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell’articolo 2348 del codice civile*” (art. 127-quinquies, quinto comma, t.u.f.). Pertanto, se il voto multiplo, in quanto categoria speciale di azione, potrà essere attribuito al creditore pignoratizio o all’usufruttuario ai sensi dell’art. 2352 c.c., salva diversa convenzione, la maggiorazione del voto, invece, spetterà al socio soltanto⁹³; più precisamente, la cessione a titolo oneroso o gratuito delle *loyalty shares* comporterà la perdita del beneficio della maggiorazione e quest’ultimo è altresì perduto “*nel caso in cui venga ceduto il controllo della società o ente che detiene azioni a voto maggiorato in misura maggiore alla soglia rilevante ai fini degli obblighi di comunicazione alla Consob prevista dall’art. 120, comma 2, t.u.f.*”⁹⁴.

Come conseguenza della non configurazione di una categoria speciale di azioni, i titolari di azioni a voto maggiorato non sono organizzati in assemblee speciali ed è stato infatti affermato che “*qualsiasi modificazione peggiorativa della clausola statutaria che attribuisce il diritto di voto maggiorato (...) e – al limite – la sua eliminazione non necessiterà di alcuna approvazione da parte di un’assemblea speciale degli azionisti che godono di tale beneficio ex art. 2376 c.c.*”⁹⁵.

La funzione assolta dalla maggiorazione del voto potrebbe dirsi consistente nell’esigenza del socio fondatore di “fare cassa”⁹⁶ aprendosi al mercato del capitale

⁹¹ Cfr.: M. SAGLIOCCA, (nt. 53), p. 944 s.; G.L. NIGRO, *Voto plurimo e voto maggiorato: superato il principio “un’azione - un voto” per gli azionisti delle s.p.a.*, in *Quotidiano giuridico*, 5 settembre 2014. Inoltre v. *infra*, par. 2.1, cap. 2.

⁹² P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20*, (nt. 90), p. 5.

⁹³ *Ibidem*

⁹⁴ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all’italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, p. 477. L’art. 127-quinquies, terzo comma, l. a), t.u.f. prevede i casi in cui il diritto di voto maggiorato può essere conservato (“*Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato: a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni*”).

⁹⁵ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività*, (nt. 94), p. 479.

⁹⁶ Come osserva C. ANGELICI, in AA. VV. *Problemi d’attualità: voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 213, l’introduzione del voto maggiorato ha la finalità dichiarata di contribuire alle finanze statale: “*la proprietà azionaria pubblica, poiché quasi per definizione di lungo termine e*

di rischio e premiando con un “surplus” di potere deliberativo il socio detentore delle azioni per un periodo continuativo determinato nello statuto. Le azioni a voto maggiorato costituiscono un meccanismo volto all’incentivazione degli investimenti azionari a lungo termine, pensati “*al fine di favorire la stabilità degli indirizzi di gestione dell’impresa*”⁹⁷, a differenza del voto multiplo, il cui scopo risiede principalmente nel “*permettere alle imprese di raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali e, dunque, per incentivare gli investimenti azionari e, di conseguenza, la crescita del sistema economico nel suo complesso*”⁹⁸, attraverso l’ampliamento della gamma di azioni emettibili dalla società che consentono di mantenere il controllo della società in mano ad una minoranza azionaria detentrici delle azioni a voto plurimo⁹⁹.

Il potere di *monitoring* dell’azionista, mediante l’attribuzione del voto maggiorato, viene potenziato poiché il socio beneficiario, godendo di un potere deliberativo più incisivo, potrebbe essere in grado di orientare le scelte societarie, in linea con l’effetto del voto maggiorato concernente la permanenza del socio in società che effettua investimenti a lungo termine non meramente speculativi¹⁰⁰. Tuttavia, scopo della maggiorazione del voto è quello di “*incentivare non solo l’investimento di lungo periodo, ma anche la quotazione della società*”¹⁰¹ e ciò si evince anche da quanto previsto dall’art. 127-*quinquies*, settimo comma, c.c., il quale dispone che la deliberazione di modifica dello statuto attraverso la quale viene previsto il voto maggiorato, qualora “*sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che*

certo non strumento di un’attività speculativa di trading, può naturalmente avvalersi, consentendo in tal modo l’alienazione di ulteriori tranches di partecipazioni e così fare cassa senza ridurre la situazione di potere nella società”. L’Autore individua in ciò una valutazione esclusivamente politica, esprimendo poi i suoi dubbi circa l’effettività di tale obiettivo”. Con riguardo al voto plurimo, si ritiene che questo consenta, “*al momento di ulteriori privatizzazioni, di aumentare il numero di azioni da offrire al mercato, e così la cassa che ne risulta, senza perdere il controllo della società*”, al fine di non impattare contro i costi derivanti dalla riduzione del potere di controllo e dalla perdita dei benefici ad esso connessi.

⁹⁷ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 66), p. 1058.

⁹⁸ *Ibidem*

⁹⁹ Cfr.: S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 59; P. MONTALENTI in AA. VV., (nt. 96), p. 221.

¹⁰⁰ Cfr. C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le società*, 2015, p. 1077 s.

¹⁰¹ B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività*, (nt. 94), p. 478.

coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2”.

Ciò costituirebbe uno stimolo all’attivismo degli azionisti in sede assembleare e altresì favorirebbe la stabilità delle quote azionarie, in armonia con l’istituto della maggiorazione del dividendo, con il quale condivide *“l’intento di incentivare l’investimento non meramente speculativo, anche nella prospettiva di disincentivare la eccessiva volatilità dei titoli quotati”*¹⁰² e l’effetto di stabilizzare i prezzi di mercato a seguito della riduzione della negoziazione di tali titoli da parte dei soci titolari del voto maggiorato¹⁰³.

Per effetto, *“le azioni di fedeltà sarebbero un eccellente antidoto allo short termism, vale a dire alla perniciosa abitudine dei manager di formulare le politiche aziendali privilegiando orizzonti di breve periodo (...). Concedere incentivi economici e maggior potere amministrativo agli investitori fedeli dovrebbe costituire un incoraggiamento a comportamenti lungimiranti (o meno miopi) dei manager, la cui permanenza in carica si troverà a dipendere da azionisti stabili e intenzionati a restare tali”*¹⁰⁴.

¹⁰² E. MARCHISIO, (nt. 89), p. 88.

¹⁰³ Diversa la situazione per i soci di controllo, i quali potranno negoziare titoli sul mercato senza perdere il comando dell’impresa (come avviene per le azioni a voto plurimo), posto che: (i) le azioni sono strutturalmente equivalenti e di conseguenza il prezzo delle stesse risulta uguale alle altre pur avendo un peso deliberativo maggiore (ii) l’acquirente non beneficerà del voto maggiorato perché inerente all’alienante e non all’azione scambiata e quest’ultimo non monetizzerà il valore del controllo per tale ragione, rendendo difficile la contendibilità del controllo societario. A riguardo v.: E. MARCHISIO, (nt. 89), p. 85 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: I sistemi europei*, relazione al XXVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 14.

¹⁰⁴ M.S. SPOLIDORO, (nt. 103), par. 14. Tuttavia, non bisogna trascurare quella parte della dottrina che riterrebbe l’istituto della maggiorazione del voto inficiato da un elemento di debolezza derivante dalla prassi, ovvero che gli investitori istituzionali raramente partecipano in società per un lungo periodo (poiché essi speculano sullo scambio dei titoli) e anche gli azionisti di minoranza, proprio come gli investitori istituzionali, sembrerebbero variabili (*rectius*: “polverizzati”) in maniera tale da trasferire o rafforzare il controllo del socio di comando, il quale, agli effetti pratici, beneficerà egli stesso della maggiorazione (con il conseguente ma eventuale esito distorsivo dell’estrazione di benefici privati) prevista a vantaggio dei soci di minoranza e in misura più che proporzionale rispetto a quest’ultimi (a questo proposito le *loyalty shares* sono state definite niente meno che un *“mechanism allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power”*). Cfr. E. MARCHISIO, (nt. 89), p. 85 ss.; SHERMAN & STERLING LLP - INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), *Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf. Nel contesto italiano, in cui sono state previste maggioranze semplificate per l’introduzione del meccanismo della maggiorazione (L’art. 20, comma 1-bis del d.l. n. 91 del 24.6.2014, come modificato dalla legge di conversione n.

Circa la previsione del beneficio del voto maggiorato nelle società chiuse, sebbene l'ampia autonomia statutaria concessa alle società per azioni ad opera della riforma del 2003 e completata con la riforma del 2014, potrebbe far preferire la soluzione positiva ad una loro ammissibilità in tali società, la dottrina è controversa sul punto¹⁰⁵.

Continuando con le innovazioni relative al voto potenziato introdotte dal d.l. n. 91/2014, modificato con l. n. 116/2014, annoveriamo l'intera sostituzione dell'art. 212 delle disposizioni attuative e transitorie del codice civile, essendo previsto che *“le deliberazioni di modifica dello statuto di società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea”*.

5. Le possibili ragioni dell'introduzione delle azioni a voto plurimo: prime considerazioni.

L'istituto delle azioni a voto potenziato, nella forma del voto maggiorato (fino al doppio) e del voto plurimo (fino a un massimo di 3 voti) ha subito un *excursus* storico caratterizzato da numerosi cambiamenti: nel XIX secolo si alternavano, come visto, ideologie contrastanti e favorevoli, essendo il codice di commercio del 1865 e del 1882 privo di una disposizione esplicita sulla legittimità del voto plurimo.

Negli anni che seguirono, con riferimento al periodo interbellico, le azioni in esame trovarono ampio riconoscimento e utilizzo nella prassi, soprattutto grazie all'opera

116/2014) e in cui è escluso per legge il diritto di *exit* poiché *“la deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile”*(Art. 127-*quinquies*, sesto comma, t.u.f.), non sembrerebbe illogico pensare che *“le azioni di fedeltà a voto plurimo si caratterizzeranno più come trincee che come garanzia contro lo short termism”*. In questi termini M.S. SPOLIDORO, (nt. 103), par. 14.

¹⁰⁵ *Contra* P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, II-III, p. 448, in particolare par. 1.3.; E. MARCHISIO, (nt. 89), p. 83; in una posizione intermedia, sulla base di considerazioni relative agli interessi in gioco nelle società chiuse rispetto a quelle aperte, si colloca C. ANGELICI, in AA. VV., (nt. 96), p. 213. A favore cfr. B. MASSELLA DÜCCI TERI, *Il decreto Competitività*, (nt. 94), p. 481; P. MONTALENTI, M. LIBERTINI, N. ABRIANI in AA. VV. (nt. 96).

degli istituti di credito e di risparmio che sfruttavano tale strumento per “infeudare” la società bisognosa di finanziamenti bancari e al fine di cristallizzare il proprio controllo nonostante una sottoscrizione di capitale non proporzionale (*rectius*: inferiore) al “peso” del diritto di voto nell’assemblea dei soci e difendersi da scalate ostili.

Il legislatore del 1942 decise di non dar seguito a questa pratica - che già si stava attenuando negli anni Quaranta - proprio per evitare che un gruppo ristretto di azionisti detenesse il potere di decidere le sorti del programma e della stessa vita della società pur avendo investito una ricchezza non corrispondente ai diritti esercitabili, scongiurando così il pericolo principale di estrazione di benefici privati¹⁰⁶ a danno dell’azienda e degli altri azionisti. Venne evitato che questo gruppo minoritario potesse trincerarsi, in virtù delle azioni a voto potenziato, all’interno della società, così da non permettere l’avvio e la conclusione di scalate societarie probabilmente efficienti col conseguente inasprimento dei rapporti interni tra i soci ed aumento dei rischi di impugnativa delle deliberazioni assembleari viziate da abuso di pseudo-maggioranza (si tratta, in concreto, della minoranza azionaria che detiene diritti di voto plurimo)¹⁰⁷.

Il codice del 1942 accolse il principio della proporzionalità tra potere e rischio ritenendolo più efficiente e confacente agli interessi di coloro che più investivano in società, i quali avrebbero voluto esser titolari di un potere proporzionale al capitale investito e che, almeno in teoria, avrebbero dovuto ispirarsi all’ottimizzazione della produttività societaria, non essendo tentati dall’estrazione di benefici privati in quanto un tale atteggiamento avrebbe avuto solo effetti negativi per la struttura e la

¹⁰⁶ La letteratura economica concernente il governo societario, definisce l’espressione “benefici privati” derivanti dal controllo “*le varie forme di utilità privata godute in maniera esclusiva e non condivisa dai soggetti che esercitano il controllo societario*”. La dottrina tradizionale affronta il tema dei benefici privati del controllo ricorrendo alla distinzione tra i c.d. “*perquisites*”, ossia dei vantaggi di cui godono i *top manager* in un contesto di “*managerial capitalism*” di derivazione anglosassone, ed i c.d. “*tunnelling*”, pratiche espropriative esercitate dall’azionista di controllo con pregiudizio degli azionisti di minoranza in un sistema di controllo societario di origine continentale basato su blocchi di controllo dominanti. Cfr a riguardo: BANKPEDIA, *Voce: benefici privati del controllo*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18719-benefici-privati-del-controllo-enciclopedia>; F. ROSSI, *Strutture proprietarie e benefici privati del controllo*, Roma, Aracne, 2005; S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 12 ss.; L. DE ANGELIS, *Voto plurimo, mano agli statuti*, in *Italia Oggi*, 1.09.2014, p. 18.

¹⁰⁷ Cfr. L. DE ANGELIS, (nt. 106), p. 18.

cassa societaria. La riforma organica del 2003, descritta nei paragrafi precedenti, ha avuto sì un impatto sistematico notevole, ma non tale da indurre il legislatore a scardinare il divieto di azioni a voto multiplo per le stesse ragioni del legislatore del '42, nonostante i dibattiti sul tema furono molteplici.

Prevalse la permanenza del divieto, anche a causa della problematica legata alla coesistenza e quindi al cumulo delle azioni a voto limitato e a voto plurimo e a causa del fatto che *“il depotenziamento del peso del diritto di voto spettante alle azioni ordinarie in conseguenza dell'emissione di azioni a voto plurimo non sembrava destinato a trovare una compensazione mercé l'attribuzione alle prime di particolari privilegi patrimoniali”*¹⁰⁸.

Tuttavia, la conferma del divieto sembrava in controtendenza se posta a confronto con la generale espansione dell'autonomia statutaria e della variabilità del diritto di voto operata, soprattutto con riferimento all'art. 2346, quarto comma, c.c.¹⁰⁹, dalla predetta riforma organica.

La dissociazione tra rischio e potere che il divieto in esame voleva evitare era comunque attuabile mediante altri strumenti meno trasparenti quali i patti parasociali, le piramidi societarie, gli incroci azionari, rendendo quantomeno difficilmente giustificabile la permanenza della preclusione all'emissione di azioni a voto plurimo, anche alla luce della disciplina di alcuni ordinamenti europei (Finlandia, Inghilterra, Paesi Bassi, Danimarca e altri) che consentiva l'utilizzo dell'azione a voto potenziato e, di fatto, in quanto più permissiva, poneva l'Italia in una posizione deteriore in sede di selezione della normativa nazionale più “conveniente” da parte di investitori stranieri (c.d. *regulatory competition*)¹¹⁰.

¹⁰⁸ P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, 2015, I, p. 4.

¹⁰⁹ Art. 2346, quarto comma, c.c.: *“A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore a quello del suo conferimento. Lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni”*.

¹¹⁰ Cfr.: P. ABBADESSA, (nt. 108), p. 5; relativamente all'utilizzo dei patti parasociali al fine di introdurre meccanismi (di natura evidentemente contrattuale) atti ad aumentare il peso delle partecipazioni di alcuni soci nella vita della società; V. BUONOCORE, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2015, p. 344; V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, (nt. 12), p. 184 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2013, p. 346 ss.

Si arriva al 2014, anno in cui il divieto analizzato viene abrogato e le azioni a voto potenziato trovano cittadinanza. Con l'introduzione di tale strumento si dà seguito alla già ampliata autonomia statutaria ad opera della riforma del 2003, estendendo la gamma di azioni emettibili e dotando il socio di un ulteriore strumento finanziario che favorisce la raccolta di capitale di rischio e più in generale gli investimenti azionari, senza dover perdere il controllo della società¹¹¹. Infatti l'azione a voto plurimo (e ciò parrebbe costituire una delle principali ragioni della sua introduzione) potrebbe agevolare l'apertura al mercato di quelle aziende a struttura familiare che vedrebbero comunque conservato il controllo in mano alla famiglia pur con un impegno finanziario minore¹¹².

In Italia, le imprese a struttura familiare costituiscono la maggioranza e, mediante il voto plurimo, è per esempio possibile la cessione, da parte dell'imprenditore padre di più figli, della partecipazione detenuta nell'azienda di famiglia in misura (nominale) uguale per tutti, ma con l'attribuzione di azioni dotate di voto plurimo solamente al figlio o ai figli con maggiori virtù manageriali¹¹³. Nelle società non ancora quotate ma aperte ad una tale prospettiva, tale strumento potrebbe altresì rivestire un ruolo essenziale nei casi in cui occorrono capitali per rimpinguare le casse societarie non prosperose, attribuendo un premio di controllo al vecchio socio fondatore in occasione di un'offerta pubblica iniziale che comprenda la trasformazione delle azioni in suo possesso in azioni a voto plurimo¹¹⁴, senza dimenticare gli effetti benefici derivanti dal possesso del voto potenziato e concernenti l'attività di *monitoring* sull'organo di gestione aziendale¹¹⁵.

Tuttavia, un utilizzo scorretto dell'istituto in esame potrebbe condurre ad accrescere i rischi di estrazione di benefici privati e di abuso di potere da parte degli azionisti di

¹¹¹ Cfr. B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività*, (nt. 94), p. 468.

¹¹² C. TEDESCHI, (nt. 100), p. 1075.

¹¹³ Cfr.: V. BUONOCORE, (nt. 110), p. 344; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, p. 15 in cui l'Autore illustra come, "in una prospettiva generazionale. Si potrà garantire la continuazione della gestione in capo all'erede individuato come il più dotato attribuendogli una quota del 14% del capitale, rappresentata da azioni a voto triplo, ripartendo tra gli altri due figli le azioni ordinarie in due quote paritarie, pari ciascuna al 18% del capitale, e lasciando al consorte superstite il restante 50% di azioni senza voto".

¹¹⁴ Cfr. P. ABBADESSA, (nt. 108), p. 6 s.

¹¹⁵ Cfr. L. DE ANGELIS, (nt. 106), p. 18.

controllo¹¹⁶, anche a causa della esiguità della disciplina con la quale il legislatore ha circoscritto lo strumento del voto potenziato, oggetto di numerosi dubbi interpretativi e applicativi, ai quali tenteremo di dare una risposta nel capitolo successivo. A tal proposito, si potrebbe osservare che le azioni a voto multiplo rappresentano *“un esempio emblematico di scelte regolatorie che favoriscono l’ulteriore accumulazione del capitale da parte di una ristretta classe entro quella imprenditoriale e dunque contribuiscono all’ulteriore crescita degli squilibri sociali che, non trovando soluzione in politiche redistributive di natura fiscale adeguate, progressivamente stanno minando la tenuta di lungo periodo delle nostre società”*¹¹⁷.

Che il legislatore del 2014 abbia posto la sua attenzione sulle numerose, autorevoli ed eloquenti interpretazioni degli anni Venti fornite dai favorevoli alla legittimazione delle azioni a voto multiplo è senz’altro possibile (auspicabile, anche solo per bagaglio culturale soggettivo), ma quelle ideologie, comunque, sfociarono in un nulla di fatto poiché il codice civile del 1942 prescrive un esplicito divieto. Non è possibile che gli uffici legislativi abbiano fatto leva, per abrogare il divieto, sui soli retaggi storici proprio perché, in quanto ‘storici’, appartengono ad un ambiente economico, politico e giuridico che oggi è completamente e sostanzialmente mutato. Il legislatore avrebbe dovuto affrontare un’analisi “attuale” culturale, prima che di altro tipo, sulla lodevolezza e conciliabilità dello strumento azionario potenziato e, successivamente, approntare una disciplina normativa esaustiva e prontamente in grado di correggerne e contenerne il possibile uso smodato.

Da ciò, e da più voci, ci si augura uno sforzo argomentativo dotato di una potenza intellettuale ed attrattiva tale da far conseguire un intervento legislativo più accurato al fine di *“introdurre prescrizioni più restrittive – e non solo tenendo conto del riscontro (ancora una volta, storico e comparatistico) che vuole il potenziamento di voto pressoché mai concesso con riguardo a ogni materia di*

¹¹⁶ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto* (nt. 113), p. 16 s.

¹¹⁷ M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: *concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 2b).

competenza assembleare”¹¹⁸. Inoltre, “*se del caso, laddove le alterazioni e le degenerazioni fossero macroscopiche e dirimenti e i correttivi non stimabili come davvero risolutivi, ritornare al passato, vietando il rafforzamento quantitativo del voto*”¹¹⁹.

Riecheggiano di modernità le parole che Cesare Vivante, nel 1935, espresse in un suo saggio:

*“Tutto ciò che deve acquistare un valore legislativo, deve essere preceduto da un lavoro preparatorio desunto dalla vita della realtà, ed affiancato ad un ufficio stabile che prepari le riforme sistematiche con un lavoro consecutivo. Se non si fa così, le Commissioni legislative, formate all’ultima ora, da giuristi e dominate dalla loro dogmatica, si ridurranno a trasportare nel diritto italiano le riforme adottate dai governi stranieri senza la conoscenza della nostra vita economica, e degli abusi amministrativi invalsi nella pratica delle anonime”*¹²⁰.

Risultano quanto mai attuali anche le parole di Giancarlo Frè che definì come “*specialmente ragioni di privato tornaconto introdussero nel nostro paese questo formidabile strumento di domino economico. Le giustificazioni giuridiche e nazionali, come sempre accade per questi fenomeni economici, determinati dalla leva dell’interesse, vengono dopo*”¹²¹.

È l’eterno conflitto tra interesse pubblico e interesse privato, interesse di gruppo e interesse del singolo socio, che si atteggia come sfondo e base assiologica

¹¹⁸ V. CARIELLO, “*Un formidabile strumento di dominio economico*”, (nt. 8), p. 496. Cfr. inoltre *Id.*, *Azioni a voto potenziato*, (nt. 12), p. 164 ss., in cui l’Autore elenca una serie di tecniche cautelative in grado, secondo i suoi intenti, di scongiurare i pregiudizi derivanti dalla carenza della disciplina legislativa in merito all’istituto delle azioni a voto plurimo e, per esempio, tra le tante ricordiamo: la maggiorazione della responsabilità degli azionisti a voto plurimo; la creazione delle azioni a voto plurimo esclusivamente in sede di costituzione della società; applicazione dell’art. 212 disp. att. c.c. a tutte le società e non solo a quelle iscritte nel registro delle imprese al 31 agosto 2014; esclusione del potenziamento del voto ai fini del quorum costitutivo (sulla questione, v. *infra*, par. 6, cap. 3).

¹¹⁹ *Id.*, “*Un formidabile strumento di dominio economico*”, (nt. 8), p. 496.

¹²⁰ C. VIVANTE, *Per la riforma delle società anonime. Istituzione di un ufficio centrale di controllo e di riforma sulle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, I, p. 500.

¹²¹ G. FRÈ, (nt. 5), p. 489.

dell'introduzione dell'azione a voto multiplo e che necessita di interventi correttivi per non far prevalere le “ragioni di privato tornaconto” ¹²² .

¹²² Su questi argomenti, v. anche *infra*, par. 6, cap. 3.

CAPITOLO II

LE AZIONI A VOTO PLURIMO: FATTISPECIE E DISCIPLINA APPLICABILE

1. Il diritto di voto nell'attuale disciplina delle s.p.a.

Nelle società per azioni il diritto di voto è considerato il diritto “amministrativo” per eccellenza. Per diritto amministrativo si intende la prerogativa avente origine dal possesso dell'azione che esprime “*modi e termini di partecipazione del socio alla realizzazione dell'attività sociale (contribuendo alla produzione delle regole che indirizzano l'azione della persona giuridica s.p.a)*”¹. La classe dei diritti amministrativi comprende, oltre al diritto di voto, il diritto di intervento in assemblea (art. 2370 c.c.), il diritto di esaminare i libri sociali (art. 2422 c.c.), il diritto di impugnazione delle delibere assembleari invalide (art. 2377 c.c.), e si affianca alla classe dei diritti “patrimoniali”, tra i quali rientrano il diritto agli utili e il diritto alla quota di liquidazione (art. 2350 c.c.). Altri diritti societari di assoluta rilevanza sono il diritto di recesso (art. 2437 c.c.) e il diritto di opzione (art. 2441 c.c.), i quali sono caratterizzati da un contenuto misto, amministrativo e patrimoniale al contempo².

Il diritto di voto sembra essere degradato, attualmente (dopo la riforma del 2003 e l'ultima del 2014), ad elemento accidentale della partecipazione azionaria, potendo lo stesso essere limitato o escluso totalmente, tuttavia nella misura massima della metà del capitale sociale³; in altri termini, il principio della necessaria correlazione tra rischio e potere, concretizzato nella corrispondenza tra azioni e voto, non sembra costituire più un caposaldo della struttura organizzativa delle società per azioni.

¹ M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, vol. II, Torino, Giappichelli, 2014, p. 289.

² Cfr. G.F. CAMBOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*⁶, Torino, Utet, 2015, p. 194 ss.

³ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 29.9.2014, par. 1.

La legge afferma che: “*La partecipazione sociale è rappresentata da azioni*”⁴ (art. 2346, primo comma, c.c.)⁵; “*le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti*” (art. 2348, primo comma, c.c.)⁶; “*ogni azione attribuisce il diritto di voto*” (art. 2351, primo comma, c.c.)⁷. Se con riferimento al primo enunciato, la riforma del 2003 ha previsto la possibilità di emissione di strumenti finanziari partecipativi diversi dalle azioni - i quali possono essere forniti del diritto di voto su singoli argomenti specificati nello statuto con esclusione del suo esercizio nell’assemblea generale degli azionisti (art. 2346, sesto comma, c.c.)⁸ e ai quali è riconosciuta altresì la possibilità di esercitare il diritto di nomina di un membro indipendente del consiglio di amministrazione, del consiglio di sorveglianza o del collegio sindacale (art. 2351, quinto comma, c.c.)⁹- la seconda e la terza proposizione modellano la piattaforma di partenza della nostra esposizione sul voto plurimo.

Da queste, invero, discendono due corollari: *in primis*, l’eguaglianza dei diritti prescritta dall’art. 2348 c.c. deve essere intesa in senso relativo, e cioè riferita alle azioni che costituiscono una medesima categoria¹⁰ e *in secundis*, nonostante il sistema riformato accolga il principio “*one share - one vote*” come regola di base, ammette, al medesimo tempo, deviazioni dallo stesso, senza prevedere

⁴ Sull’ambiguità di tale formula cfr. G. FERRI, *Le società*², in *Trattato Vassalli*, vol. X, tomo 3, Torino, Utet, 1985, p. 442.

⁵ Art. 2346, primo comma, c.c.: “*La partecipazione sociale è rappresentata da azioni; salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto può escludere l’emissione dei relativi titoli o prevedere l’utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione*”.

⁶ Art. 2348, primo comma, c.c.: “*Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti*”.

⁷ Art. 2351, primo comma, c.c.: “*Ogni azione attribuisce il diritto di voto*”.

⁸ Art. 2346, sesto comma, c.c.: “*Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell’apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione*”.

⁹ Art. 2351, quinto comma, c.c.: “*Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell’organo cui partecipano*”.

¹⁰ Infatti, ai sensi dell’art. 2348, secondo comma c.c., “*si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*” e il suo terzo comma prevede che “*Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti*”.

necessariamente particolari vantaggi di natura patrimoniale per quelle azioni non dotate del voto o limitate nel voto, come avveniva invece precedentemente, sotto la vigenza del codice civile del 1942. In dottrina, pertanto, non è mancato chi ha ritenuto il principio della proporzionalità tra rischio e potere, viste le diverse deviazioni tipizzate nello stesso codice civile, ormai anacronistico¹¹, e chi ha addirittura suggerito una modifica dell'art. 2351, primo comma, c.c. con l'inserimento nel suo *incipit* del rinvio a una *“diversa disposizione dello statuto”*¹²; il legislatore della riforma del 2003, se da un lato non ha provveduto a modificare l'art. 2351, primo comma, c.c., risalente al 1942, dall'altro lato, introducendo *“confini legali alla delimitazione del diritto di voto da parte dell'autonomia statutaria”*¹³, come si evince da quanto disposto dall'art. 2351, secondo comma, c.c., ha reso il principio in esame altamente derogabile, declassando il diritto di voto da elemento imprescindibile a elemento eventuale della partecipazione azionaria. Per effetto della riforma avvenuta col d. lgs. n. 6/2003 e, successivamente, col d.l. n. 91/2014, l'autonomia statutaria e, di conseguenza, la società per azioni, gode di ampia latitudine di modulazione del diritto di voto; infatti, l'azione può attribuire molteplici diritti differenti da quest'ultimo e l'ordinamento italiano ne consente una variazione sia *in peius*, limitandolo o escludendolo, sia *in melius*, attribuendo al socio anche un numero di voti non proporzionale e superiore al numero di azioni possedute e quindi al capitale sociale¹⁴ conferito, nel pieno rispetto di quanto affermato nell'art.

¹¹ Cfr.: C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali, lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006, p. 2 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004., p. 303, in cui l'Autore afferma che *“la validità della regola in questione, peraltro, aveva formato oggetto di erosione progressiva da parte della dottrina, che aveva sottolineato come una serie di disposizioni del codice civile e delle leggi speciali potessero essere considerate indicative dell'intento del legislatore di superare, in termini espliciti, il principio, lo si ripete, di derivazione tradizionale, di proporzionalità fra misura della partecipazione e voto, per aprire la via alla regolamentazione della disciplina statutaria, soprattutto in senso limitativo, del diritto di voto inerente le azioni”*.

¹² Cfr. M. LAMANDINI, *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 277 ss.

¹³ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 11), p. 303.

¹⁴ Nel diritto azionario la nozione di “capitale” è utilizzata in vari significati: per “capitale nominale (o sociale)” si intende la cifra espressa nella moneta (Euro) avente corso legale nello stato in cui la società è costituita, fissata nell'atto costitutivo così come indicato dall'art. 2328, secondo comma, n. 4 c.c.), iscritta al passivo di bilancio di apertura e, successivamente, di esercizio. E' espressione del valore in denaro di tutti i conferimenti che i soci hanno effettuato (o si sono impegnati a effettuare) nella società. Il capitale sociale nominale esercita da un lato, una funzione vincolistica, cioè, indicando l'ammontare dei conferimenti dei soci, indica *“il valore delle attività patrimoniali che i soci si sono impegnati a non distrarre dall'attività di impresa e che perciò non possono*

2346, quarto comma, c.c.: *“Lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni”*.

Quanto al contenuto del diritto di voto, la sua attribuzione consente al socio di influire sulla vita e sul programma della società mediante il voto in assemblea. Il socio titolare del diritto di voto non è spinto esclusivamente o principalmente dalla remuneratività dell’investimento effettuato, bensì dalla volontà di “partecipare” al controllo della società stessa, indirizzandone l’esercizio e concorrendo alla nomina e revoca dell’organo di gestione. Peraltro, a riguardo, l’art. 2351, secondo comma, c.c. consente una eventuale limitazione o esclusione del diritto di voto, disponendo che le azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti e le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, qualora siano create in osservanza di una disposizione statutaria, non possono complessivamente superare in valore la metà del capitale sociale, confermando che *“per un verso, una certa percentuale minima di controllo non è eliminabile”*; *per un altro, tale percentuale minima coincide, in coerenza con la regola di correlazione tra rischio e potere, con la metà del capitale investito in una s.p.a.*”¹⁵.

Inoltre, per effetto della riforma del 2014, il terzo e quarto comma dell’art. 2351 c.c. consentono la possibilità per lo statuto delle società per azioni sia chiuse che facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, di prevedere un voto scalare o una misura

liberamente ripartirsi per tutta la durata della società”, dall’altro lato una funziona organizzativa; infatti, nelle società per azioni *“è termine di riferimento per accertare periodicamente – tramite il bilancio di esercizio – se la società ha conseguito utili o ha subito perdite”* e funge anche da base di misurazione di alcune fondamentali situazione soggettive dei soci, sia di carattere amministrativo (diritto di voto), sia di carattere patrimoniale (diritto agli utili e alla quota di liquidazione). A riguardo, v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2013, p. 6-8. Per “capitale reale (o effettivo)” si intende la frazione del patrimonio sociale netto non distribuibile tra i soci, assoggettata ad un vincolo di destinazione, iscritta nell’attivo di bilancio e che fa da *pendant* al valore nominale dei conferimenti dei soci iscritto al passivo. In ossequio al principio della fissità del capitale sociale, tale valore è variabile esclusivamente con una modifica dell’atto costitutivo e attraverso l’applicazione di determinate procedure, senza poter diminuire al di sotto del minimo legale di 50.000 euro (secondo la normativa attuale). Il patrimonio sociale (costituito dal complesso dei rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo alla società) subisce continue fluttuazioni per effetto delle logiche di mercato e delle negoziazioni commerciali, cosicché, se originariamente il capitale effettivo è composto dai conferimenti dei soci, risulterà poi corrispondente ad una quota ideale del patrimonio netto (risultante dalla differenza tra attivo e passivo reale rilevato dal bilancio). Cfr. G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. I, tomo 2, Torino, Utet, 2004, p. 3 ss.

¹⁵ M. CIAN (a cura di), (nt. 1), p. 290.

massima al diritto di voto esercitabile dall'azionista, manifestazione di ulteriori deviazioni dal principio "un'azione, un voto". Il fulcro del controllo è rappresentato, dunque, dal possesso azionario, e più precisamente dalla qualità e quantità delle azioni possedute, posto che, trattandosi dell'unità minima di partecipazione sociale, i diritti esercitabili dal socio sono quelli derivanti dalla titolarità dell'azione che attribuisce un diritto amministrativo o patrimoniale.

Il procedimento di assegnazione delle azioni consiste nella determinazione della cifra del capitale nominale, nella preventiva suddivisione di questo in frazioni ideali (le azioni) e nella successiva attribuzione di queste ai soci; il valore nominale delle azioni risulterà dalla divisione del capitale nominale per il numero delle azioni emesse e la quota di partecipazione di ciascun socio e il *quantum* dei suoi diritti dipenderà dal numero di azioni delle quali si è assegnatari¹⁶.

L'altra tecnica di definizione delle azioni consiste nel considerare direttamente il rapporto delle stesse con il totale delle azioni emesse (valore contabile). L'adozione in Italia di azioni senza valore nominale, a seguito della l. 3 ottobre 2001, n. 366, recante delega al Governo per la riforma del diritto societario, operata nel 2003 (d. lgs. n. 6/2003) e, nello specifico, con l'art. 2346, terzo comma, c.c.¹⁷, è il frutto di un percorso ricognitivo che ha le sue fondamenta nelle esigenze comunitarie europee di esemplificazione del passaggio all'euro.

Usualmente si ritiene che la cifra del capitale sociale esprima in termini monetari il valore dei conferimenti dei soci ma tale coincidenza è inerente al caso di costituzione della società per azioni mediante conferimento in denaro, vista la sua misurabilità *ictu oculi*, e con emissione di azioni per somma non superiore al loro valore nominale (o al loro valore contabile nel caso di azioni senza valore nominale) poiché, per esempio, nell'ipotesi di costituzione mediante conferimenti in natura la legge consente ad una minusvalenza nel limite di un quinto del valore dei beni (art. 2343,

¹⁶ Cfr.: G.B PORTALE, *Capitale sociale*, (nt. 14), p. 3 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 200 ss.

¹⁷ Art. 2346, terzo comma, c.c.: "In mancanza di indicazione del valore nominale delle azioni, le disposizioni che ad esso si riferiscono si applicano con riguardo al loro numero in rapporto al totale delle azioni emesse".

quarto comma, c.c.)¹⁸ e la coincidenza è del tutto da escludere nelle ipotesi di emissione di azioni con sopraprezzo, destinato all'apposita riserva¹⁹. Da tale prospetto si evince che l'azione sia qualificabile come unità di misura della posizione giuridica del socio ma, vista la tecnica di astrazione da quest'ultimo nella determinazione delle azioni, i diritti sociali non sono tanto riferiti alla persona del socio, attraverso la presa in considerazione del numero delle azioni possedute per definirne il complesso giuridico, quanto alle azioni stesse e poi al socio in base alla misura del suo possesso azionario.

Come osserva Angelici, *“questo porsi dell'azione come una sorta di prius logico rispetto alla posizione del socio, la possibilità di pensare la prima anche indipendentemente dalla seconda, induce ad un processo di sua oggettivazione e in certo modo reificazione”*²⁰. Da ciò due caratteristiche essenziali: (i) l'uguaglianza delle unità azionarie, valendo queste a quantificare e qualificare la posizione relativa rispetto agli altri soci attribuendo ciascuna uguali diritti e uguali poteri²¹; (ii) l'indivisibilità delle azioni: l'azione, come complesso unitario di diritti e poteri²², è indivisibile e, nel caso di un'eventuale comproprietà tra azionisti, si osserverà la disciplina dettata dall'art. 2347 c.c.²³, essendo preclusa una divisione dell'unità

¹⁸ Art. 2343, quarto comma, c.c.: *“Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura”*.

¹⁹ Cfr. G.B. PORTALE, *Capitale sociale*, (nt. 14), p. 3 ss.

²⁰ C. ANGELICI, *Principi e problemi*, In *Trattato Cicu-Messineo*, vol. I, Milano, Giuffrè, 2012, p. 33.

²¹ Come è stato, infatti, correttamente osservato, in una stessa società per azioni possono essere presenti diverse categorie di azioni, in funzione dei diversi diritti che le azioni attribuiscono (azioni ordinarie, di godimento, a voto limitato, di risparmio, privilegiate, ecc.), *“ma le azioni di ciascuna categoria sono necessariamente uguali tra loro”*. Cfr. FERRI G., *Le società*³, in *Trattato Vassalli*, vol. X, t.3, Torino, Utet, 1987.

²² Cfr. N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, vol. IV, Padova, 2010, p. 231 ss. In particolare, l'Autore ricorda come, tradizionalmente, all'azione vengano attribuiti diversi significati: (i) frazione indivisibile del capitale sociale; (ii) complesso unitario delle posizioni giuridiche soggettive di natura patrimoniale e latamente amministrativa che si riassumono nello stato di socio; (iii) titolo di credito in cui le posizioni del socio sono incorporate, in funzione della loro circolazione. Inoltre, v. anche: M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. II, tomo I, Torino, Utet, 1991, p. 3 ss.; G.F. CAMBOPASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 203 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 1992; G. FERRI, *Le società*², (nt. 4), p. 441 ss.

²³ Art. 2347 c.c.: *“Le azioni sono indivisibili. Nel caso di comproprietà di un'azione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106. Se il rappresentante comune non è stato nominato, le comunicazioni e le dichiarazioni fatte dalla società a uno dei comproprietari sono efficaci nei confronti di tutti. I comproprietari dell'azione rispondono solidalmente delle obbligazioni da essa derivanti”*.

azionaria in maniera unilaterale, cioè da parte del socio, ben potendo invece la società frazionarle, riducendone il loro valore nominale a seguito di una modificazione statutaria, o raggrupparle, aumentandone il loro valore nominale originario²⁴.

In questa visione atomistica, l'azione dovrebbe essere considerata separatamente dalle altre unità azionarie pur se in possesso del medesimo socio, come una "cosa", a seguito del processo di reificazione che consente l'esercizio unitario dei diritti. Per effetto, le vicende delle azioni sono tradizionalmente ritenute indipendenti dalla persona dei soci cui sono in concreto riferite²⁵.

1.1 La modulazione del diritto di voto e la creazione di differenti categorie di azioni.

La riforma organica delle società di capitali avvenuta nel 2003, ha rappresentato un significativo cambiamento circa il funzionamento e il coordinamento dei rapporti societari interni e la struttura finanziaria della società per azioni poiché ha introdotto, tra le altre cose, con l'art. 2348, secondo comma, c.c., la possibilità di creazione statutaria, originaria o successiva, di categorie di azioni fornite di diritti diversi rispetto al diritto di voto, consentendone pertanto molteplici modulazioni.

La discrezionalità di cui oggi gode la società a riguardo è molto ampia perché, nei limiti imposti dalla legge, *"la società può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie"*²⁶. In ossequio a quanto definito nella Relazione al d. lgs. n. 6/2003, che consentiva l'elaborazione di nuove forme di categorie azionarie oltre a

²⁴ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 200 ss.

²⁵ Cfr. C. ANGELICI, *Principi e problemi*, (nt. 20), p. 25 ss. Per completezza, v. G.B. PORTALE, *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, Banche e Crisi d'impresa, Liber amicorum* P. Abbadessa, vol. I, Milano, Utet, 2014, p. 107 ss., in cui l'Autore riporta un'interpretazione parzialmente difforme. L'opinione, diffusa recentemente, ritiene infatti che a seguito della maggiore autonomia statutaria concessa alle società per azioni, la figura del socio abbia acquisito una maggiore rilevanza rispetto a quanto allo stesso tradizionalmente assegnato dalla dottrina tradizionale. Tale orientamento è avvalorato dalla circostanza che *"ad una prima lettura della disciplina codicistica, sembra emergere, in modo abbastanza sicuro, anche per le società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sia la possibilità, in generale, di una sua 'personalizzazione', sia quella dell'attribuzione pure agli azionisti di c.d. diritti particolari, ritenuti esclusivo appannaggio della società a responsabilità limitata"*.

²⁶ Art. 2348, secondo comma, ultimo periodo, c.c.

quelle riconosciute nella prassi, “*dando ampio spazio alla creatività degli operatori nell’elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato*”²⁷, l’autonomia statutaria viene notevolmente ampliata e l’uguaglianza dei titoli azionari, come rilevato nel precedente paragrafo, assume i connotati della relatività, riferendosi alle azioni della medesima categoria, dato che l’art. 2348, terzo comma, c.c. afferma che “*tutte le azioni appartenenti alla medesima categoria conferiscono uguali diritti*”.

Il principio di atipicità delle categorie speciali di azioni viene così consacrato ed esteso²⁸ abbinandosi alle figure tipiche di categorie speciali di azioni (quanto al relativo contenuto) introdotte dall’intervento riformatore, vale a dire: (i) le azioni con specialità soggettiva, che incidono sui diritti patrimoniali (rientrano tra queste le azioni postergate ex art. 2348, secondo comma, c.c.²⁹, le azioni privilegiate ex art. 2350, primo comma, c.c.³⁰ e le azioni correlate ai sensi dell’art. 2350, secondo comma, c.c.³¹); (ii) le azioni con specialità soggettiva, che incidono sul diritto di voto, tra le quali vanno annoverate le azioni senza diritto di voto (previste già per le società quotate col nome di azioni di risparmio), a voto limitato a particolari argomenti e a voto condizionato ex art. 2351, secondo comma, c.c.³², le azioni con voto scalare o limitato ad un tetto massimo (attualmente consentite per tutte le società per azioni con l’intervento del legislatore nel 2014) ai sensi dell’art. 2351,

²⁷ RELAZIONE AL DECRETO LEGISLATIVO 17 GENNAIO 2003, N. 6. RIFORMA ORGANICA DELLA DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI E SOCIETÀ COOPERATIVE, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, par. 4.2.

²⁸ Già prima della riforma, la dottrina considerava persistente il principio di atipicità della determinazione del contenuto delle categorie speciali di azioni, v. per esempio G.F. CAMBOPASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, Utet, 1988, p. 196, nonostante tali categorie venissero considerate un numero chiuso istituito di fatto dal legislatore. A riguardo, v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006, p. 595, in particolare nt. 4.

²⁹ Art. 2348, secondo comma, c.c.: “*Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*”.

³⁰ Art. 2350, primo comma, c.c.: “*Ogni azione attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni*”.

³¹ Art. 2350, secondo comma, c.c.: “*Fuori dai casi di cui all’articolo 2447 bis, la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria*”.

³² Art. 2351, secondo comma, c.c.: “*Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale*”.

terzo comma, c.c.³³, (anche se la dottrina ritiene che non costituiscono una speciale categoria azionaria, bensì una modulazione del voto attinente alla persona del socio), le azioni a voto plurimo previste dall'art. 2351, quarto comma, c.c.³⁴, oggetto di riforma nel 2014, e dall'art. 127-*sexies*, secondo comma, t.u.f.³⁵; (iii) le azioni con specialità oggettiva, definite tali perché connotate dalle particolari ragioni per le quali sono state emesse e rientrano in tale categoria le azioni di riscatto previste dall'art. 2437-*sexies* c.c.³⁶ e le azioni a favore dei prestatori di lavoro ai sensi dell'art. 2349, primo comma, c.c.³⁷; le azioni con specialità mista, che combinano specialità oggettiva e soggettiva, tra le quali rientrano le azioni di godimento *ex art.* 2353 c.c.³⁸; (iv) infine, le azioni con prestazione accessorie *ex art.* 2345 c.c.³⁹ che sembrano

³³ Art. 2351, terzo comma, c.c.: “Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti”.

³⁴ Art. 2351, quarto comma, c.c.: “Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”.

³⁵ Art. 127-*sexies*, secondo comma, t.u.f.: “Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione”.

³⁶ Art. 2437-*sexies*, c.c.: “Le disposizioni degli articoli 2437 *ter* e 2437 *quater* si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357 *bis*”.

³⁷ Art. 2349, primo comma, c.c.: “Se lo statuto lo prevede, l'assemblea straordinaria può deliberare l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate mediante l'emissione, per un ammontare corrispondente agli utili stessi, di speciali categorie di azioni da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro, con norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti. Il capitale sociale deve essere aumentato in misura corrispondente”.

³⁸ Art. 2353 c.c.: “Salvo diversa disposizione dello statuto, le azioni di godimento attribuite ai possessori delle azioni rimborsate non danno diritto di voto nell'assemblea. Esse concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale”.

³⁹ Art. 2345 c.c.: “Oltre l'obbligo dei conferimenti, l'atto costitutivo può stabilire l'obbligo dei soci di eseguire prestazioni accessorie non consistenti in danaro, determinandone il contenuto, la durata, le modalità e il compenso, e stabilendo particolari sanzioni per il caso di inadempimento. Nella determinazione del compenso devono essere osservate le norme applicabili ai rapporti aventi per oggetto le stesse prestazioni. Le azioni alle quali è connesso l'obbligo delle prestazioni anzidette devono essere nominative e non sono trasferibili senza il consenso degli amministratori. Se non è diversamente disposto dall'atto costitutivo, gli obblighi previsti in questo articolo non possono essere modificati senza il consenso di tutti i soci”.

rientrare, vista la genericità della definizione di categoria di cui a breve parleremo, tra le categorie speciali di azioni⁴⁰.

La società per azioni assurge pertanto a fattispecie “aperta”, che ingloba in sé una miriade di situazioni differenziate a seconda degli intenti lucrativi e/o di gestione della società che spingono l’azionista, ma anche altri soggetti (obbligazionisti e titolari di strumenti finanziari), a fornire proprio capitale - rispettivamente, di rischio e/o di credito - all’impresa collettiva; la creazione di differenti categorie di azioni, il cui contenuto è liberamente determinabile, è infatti volta alla protezione di quei soggetti il cui investimento costituisce una forma alternativa a quello effettuato dal socio titolare di azioni ordinarie.

L’atipicità del contenuto della partecipazione azionaria deve necessariamente essere coordinata con il c.d. principio di tipicità della società espressa dall’art. 2247 c.c.⁴¹ - sebbene rappresenti un limite inespresso rispetto a quelli espressi del divieto di patto leonino *ex art. 2265 c.c.*⁴² e del limite quantitativo *ex art. 2351*, secondo comma, c.c. - consistente nei tratti inderogabili del tipo società per azioni e nell’interesse tipico dei membri dell’impresa sociale quali soci titolari di partecipazione sociale e non soggetti disinteressati alla protezione e al risultato economico dell’attività produttiva⁴³.

Si dimostra come la riforma citata abbia - per così dire - “degradato” il diritto di voto, almeno per le partecipazioni sociali rappresentanti la metà del capitale sociale, “*ad elemento non più necessario per la partecipazione azionaria, bensì del tutto ‘malleabile’ e disponibile da parte dell’autonomia statutaria*”⁴⁴.

Con l’espressione “diritti diversi”, secondo autorevole dottrina, si intende “*qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni (e*

⁴⁰ Su tale rassegna, v. M. ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*³, Wolters Kluwer - Cedam, 2015 p. 355 ss.

⁴¹ In argomento, per tutti, v. P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, Cedam, 1974.

⁴² Art. 2265 c.c.: “È nullo il patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite”. Sull’argomento v., *ex multis*, N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994.

⁴³ Cfr.: N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, (nt. 22), p. 248 ss.; M. ALBERTI, (nt. 40), p. 356 s.

⁴⁴ M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, (nt. 28), p. 594.

*pertanto compatibile sia con i limiti generali derivanti dalla causa societatis e dalla disciplina inderogabile del tipo, sia con gli specifici divieti o limiti dettati dal legislatore) ed astrattamente suscettibili di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni, sia idonea a fondare una categoria azionaria*⁴⁵.

Alla luce di tale definizione, è stato ritenuto possibile mettere in discussione la stessa qualificazione delle azioni come “ordinarie”, così definite qualora presentino i contenuti tipizzati dal legislatore in presenza di una pluralità di categorie azionarie⁴⁶. Invero, se *“la presenza di una categoria di azioni ‘ordinarie’, qualora vi siano due o più categorie di azioni, rappresenta il frutto di una scelta rimessa – anch’essa – all’autonomia statutaria, e dipende dalla circostanza (non necessaria) che una delle categorie di azioni non abbia variante alcuna rispetto a quanto derivante dalla disciplina suppletiva e derogabile del tipo di società per azioni”*⁴⁷, è ammissibile che il capitale sociale sia anche completamente caratterizzato da categorie speciali di azioni⁴⁸ sempreché: (i) le azioni definite come “ordinarie” - per le quali non vi è un’espressa definizione legislativa - vengano intese, come rilevato in dottrina⁴⁹, come fossero una categoria ai sensi dell’art. 2348 c.c. sulla base della considerazione

⁴⁵ *Ivi*, p. 601.

⁴⁶ In senso contrario, tuttavia, v. C. ANGELICI, *Le azioni*, (nt. 22), p. 67. L’autore, in particolare, afferma che: *“Quando ci si trova in presenza di una molteplicità di categorie di azioni, in ogni caso una di esse deve poter essere intesa come composta da azioni ordinarie. Un’esigenza, questa, la quale può porre delicati problemi di qualificazione, ma che deriva dalla necessità indefettibile che almeno alcune delle partecipazioni azionarie presentino contenuti corrispondenti a quelli tipizzati dal legislatore e che quindi, per converso, solo parte di esse (...) esprima posizioni divergenti rispetto a tali contenuti”*.

⁴⁷ M. NOTARI, *Commento all’art. 2348 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 161. L’Autore prosegue affermando che *“al di là di ciò, la qualificazione in termini di azioni ‘ordinarie’ risponde ad esigenze meramente descrittive e classificatorie: nulla osta, pertanto, anche nell’ambito delle stesse clausole statutarie, di definire “ordinarie” le azioni di una categoria che, pur non riproducendo esattamente il contenuto tipizzato dal legislatore, se ne discostino meno rispetto alle altre categorie, per ciò dette ‘speciali’”*.

⁴⁸ *Contra* e per completezza, v. F. TASSINARI, *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate: convenienze nell’utilizzo e ipotesi di clausole*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, p. 29, in cui viene affermata l’illegittimità di una deliberazione che trasforma tutte le azioni ordinarie ad un solo voto in circolazione in azioni a voto plurimo poiché la giurisprudenza la riterrebbe contrastante alla nozione di categoria dell’art. 2348 c.c., il quale postula *“che alcune azioni, per i diritti che incorporano, si stacchino dalle azioni ordinarie, caratterizzate secondo il paradigma di base configurato dal legislatore, a queste contrapponendosi”*.

⁴⁹ Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, (nt. 28), p. 600; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1960 p. 86; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, (nt. 22), p. 272, ove si afferma: *“è pacifico che, in presenza di categorie fornite di diritti diversi, le stesse vengono a loro volta a costituire una categoria, che dovrà essere chiamata a pronunciarsi ove si intendano assumere deliberazioni pregiudizievoli della stessa”*; M. BIONE, *Le azioni*, (nt. 22), p. 48; B. LIBONATI, P. FERRO LUZZI, *Categorie di azioni e aumento di capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 703.

che la fattispecie “categoria” sia ravvisabile in “ogni serie di azioni, omogenee per contenuto e perciò fungibili l’un l’altra che presenti caratteristiche difformi da quelle di altra serie o gruppo”⁵⁰ (in questi termini, anche situazioni soggettive riconducibili alla potestà, alla soggezione e all’obbligo sarebbero idonee a costituire categorie speciali di azioni)⁵¹; (ii) in ogni caso, “le azioni a voto pieno rappresentino una percentuale del capitale di rischio pari almeno alla metà dello stesso”⁵².

Di conseguenza, “ben potremmo avere una società le cui azioni siano tutte a voto plurimo”⁵³, trattandosi comunque di azioni a voto pieno, al di là del fatto che queste attribuiscono 2, 3, 1,5 voti ciascuna⁵⁴. Si potrebbe dunque affermare che il concetto di categoria, che deriva da tale impostazione, abbia il suo fondamento nell’esistenza di disposizioni statutarie che regolano la struttura societaria interna e che si applicano a gruppi di azioni predeterminate convenzionalmente e aventi contenuto semplicemente differente⁵⁵ dalla disciplina legale suppletiva. Tali disposizioni statutarie si applicano esclusivamente a una parte delle azioni, a prescindere dal contenuto stesso della categoria⁵⁶.

Il codice civile prevede espressamente alcune categorie tipiche speciali di azioni che riflettono, oltre alla presenza simultanea di diritti di gruppo (e non diritti individuali)⁵⁷ attribuiti dalle azioni ai soci, una variegata organizzazione interna della società.

Questa sistemazione impone un’analisi accurata delle possibilità offerte dal legislatore in relazione all’ampia modulazione del diritto di voto con la creazione di differenti categorie azionarie.

⁵⁰ M. BIONE, *Le azioni*, (nt. 22), p. 45.

⁵¹ Sul punto, v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, (nt. 28) p. 602 ss.

⁵² N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, (nt. 22), p. 303.

⁵³ AA. VV., *Problemi d’attualità: voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 247.

⁵⁴ In questa circostanza, e proseguendo sulla linea di condotta assunta, le azioni “ordinarie”, nel caso in cui si voglia comunque ammettere la necessaria esistenza di azioni definite tali, saranno le azioni che attribuiscono almeno un voto.

⁵⁵ Cfr. M. ALBERTI, (nt. 40), p. 354 ss.

⁵⁶ Sul punto, v. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, (nt. 28), p. 602 ss.

⁵⁷ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*⁶, (nt. 2), p.198 ss.

- Azioni senza diritto di voto. L'art. 2351, secondo comma, c.c. prevede, innanzitutto, la possibilità di emissione di azioni senza diritto di voto. Quest'ultime, come rilevato nel capitolo precedente, furono introdotte con la l. n. 216/1974 sotto forma di azioni di risparmio⁵⁸ di esclusiva competenza delle società quotate e sono finalizzate alla tutela degli interessi principalmente lucrativi dei piccoli azionisti, soci di società con azioni sparse e capitale polverizzato con proprietà diffusa tra i risparmiatori in mercati regolamentati. Con la riforma organica del 2003, le azioni prive del diritto di voto possono essere emesse da tutte le società indipendentemente dalla quotazione, senza che l'assenza del voto venga necessariamente compensata da privilegi di natura patrimoniale, nonostante lo statuto possa comunque prevederli (per le azioni di risparmio delle società quotate questo privilegio viene mantenuto)⁵⁹ ⁶⁰. Il venir meno dell'attribuzione di questo beneficio rende ancor più instabile il principio della corrispondenza tra rischio e potere, potendosi realizzare spiccate forme di separazione tra controllo e proprietà (che nelle sue più marcate manifestazioni può essere riconducibile alla figura della c.d. *controlling minority structure*)⁶¹; l'autonomia privata è tale da poter stabilire l'equilibrio tra quanto apportato e quanto attribuito e nella prassi, la minoranza azionaria potrebbe essere spogliata del diritto di voto senza il contrappeso del privilegio patrimoniale mediante una modificazione statutaria, avendo come unico strumento di difesa il diritto di recesso riconosciuto dall'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c.⁶² ai soci dissenzienti, assenti, astenutisi che

⁵⁸ Per una più ampia trattazione sul tema v. *infra* par. 2.1, cap. 1. Inoltre, v.: G. FERRI, *Le società*², (nt. 4), p. 445; M. BIONE, *Le azioni*, (nt. 22), p. 62 ss.

⁵⁹ La dottrina maggioritaria ritiene comunque possibile l'emissione di azioni senza diritto di voto da parte delle società quotate differenti dalle azioni di risparmio previste dall'art. 145 t.u.f. A riguardo cfr.: A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario* Marchetti, Milano, Giuffrè, 2008, p. 415.

⁶⁰ Art. 145, primo comma, t.u.f.: "*Le società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale*".

⁶¹ Cfr. C. PASQUARIELLO, *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario* Grippo, vol. I, Torino, Utet, 2009, p. 345.

⁶² Art. 2437, primo comma, lett. g), c.c.: "*Hanno diritto di recedere per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione*".

non hanno concorso alla deliberazione modificativa dello statuto in materia di diritto di voto e di partecipazione sociale⁶³.

- Azioni a voto limitato a particolari argomenti. L'art. 2351, secondo comma, c.c., riformato nel 2003, consente allo statuto delle società per azioni di emettere azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti. In passato, sotto la vigenza del codice civile del 1942, l'articolo in esame prevedeva che le azioni privilegiate potessero essere dotate del diritto di voto soltanto nelle materie previste dall'art. 2365 c.c.⁶⁴, ovvero relativamente alle modificazioni dell'atto costitutivo, all'emissione di obbligazioni, alla nomina e ai poteri dei liquidatori di competenza dell'assemblea straordinaria. Attualmente, invece, la limitazione del voto non attiene più solamente alle materie di competenza dell'assemblea straordinaria, ma può riguardare tutte le materie sociali, in tal modo prevedendosi *“che si possa intervenire statutariamente sul diritto di voto sulla base di una discriminazione che ha la sua ratio, non soltanto nel tipo di decisione da assumere, ma anche negli argomenti oggetto della stessa decisione”*⁶⁵. Le categorie di azioni componibili sono molteplici: spetterà all'autonomia statutaria designare il contenuto di queste e sembrano non esservi ostacoli alla creatività degli operatori, tenuti al solo rispetto dei limiti dettati dalla legge⁶⁶.

- Azioni a voto condizionato. Le azioni a voto condizionato rappresentano titoli azionari forniti di diritto di voto, il cui esercizio dipende dal verificarsi di una

⁶³ Cfr. M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 221, in particolare p. 230 ss.

⁶⁴ Art. 2365 c.c. del 1942: *“L'assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dell'atto costitutivo e sull'emissione di obbligazioni. Delibera altresì sulla nomina e sui poteri dei liquidatori a norma degli articoli 2450 e 2452”*.

⁶⁵ C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 345.

⁶⁶ Le categorie azionarie si distingueranno a seconda di quali siano gli argomenti per i quali è consentita la votazione, ad esempio si costituirà la categoria degli azionisti votanti solo nelle deliberazioni concernenti la nomina e revoca degli amministratori, o la categoria di coloro che voteranno in materia di fusione e trasformazione, o di coloro che potranno esercitare il proprio diritto di voto in materia di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie o di approvazione del bilancio. Cfr.: *Ivi*, p. 345 ss.; M. ALBERTI, (nt. 40), p. 382 s.

condizione non meramente potestativa⁶⁷, ovvero “*la clausola statutaria potrebbe ricollegare l’assegnazione del diritto di voto ad un evento predeterminato, riconducibile a situazioni di mercato o di riorganizzazione della società oppure ad avvenimenti che incidono sull’assetto societario*”⁶⁸. Gli eventi futuri e incerti indicati nello statuto devono essere connotati, nel rispetto del principio della certezza e della trasparenza, di precisione adeguata. La condizione è meramente potestativa quando una delle parti “*può decidere direttamente in ordine al contratto facendo dipendere l’efficacia o la risoluzione del contratto dalla semplice manifestazione di volontà della parte*”⁶⁹. Per effetto, qualora la condizione sia meramente potestativa, e cioè sia prevista una condizione che subordini, in modo espresso od anche implicito, l’accesso al voto, al mero benessere degli organi societari⁷⁰ deputati ad accertare l’avveramento della condizione⁷¹, scatteranno le sanzioni del caso, ovvero, applicando l’art. 1355 c.c.⁷², la condizione si considererà nulla ed il socio si vedrebbe attribuito il diritto di voto conformemente a quanto previsto dalle azioni ordinarie⁷³. La condizione può essere sospensiva nel caso in cui il diritto di voto si attivi al verificarsi dell’evento e può essere risolutiva qualora sia previsto che il diritto di voto venga meno al verificarsi dell’evento dedotto in condizione^{74 75}.

⁶⁷ “*La condizione si dice potestativa quando l’evento in essa dedotto è il fatto volontario di una delle parti*”: in questi termini A. STAGNO D’ALCONTRES, *Commento all’art. 2351*, (nt. 11), p. 306, in particolare nt. 16.

⁶⁸ C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 345.

⁶⁹ C.M. BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto*², Milano, Giuffrè, 2000, p. 547.

⁷⁰ Amministratore unico, consiglio di amministrazione o consiglio di gestione nel sistema dualistico.

⁷¹ Cfr. M. ALBERTI, (nt. 40), p. 383.

⁷² Art. 1355 c.c.: “*È nulla l’alienazione di un diritto o l’assunzione di un obbligo subordinata a una condizione sospensiva che la faccia dipendere dalla mera volontà dell’alienante o, rispettivamente, da quella del debitore*”.

⁷³ Si addiverrà alla “*attribuzione del voto pieno ai soci pregiudicati*”, come si afferma in M. ALBERTI, (nt. 40), p. 383.

⁷⁴ Può essere riconosciuto un diritto di voto ad intermittenza, prevedendosi che il voto sia risolutivamente o sospensivamente condizionato al verificarsi nel tempo del medesimo evento. Cfr. A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 59), p. 422 ss.

⁷⁵ Esse costituiscono categorie speciali di azioni e se ne possono creare anche diverse a seconda del contenuto e delle condizioni a cui il diritto di voto è assoggettato come, per esempio, azioni con voto condizionato alla mancata distribuzione di utili per un certo numero di esercizi o azioni assegnate ai dipendenti della società con voto risolutivamente condizionato alla cessazione del rapporto di lavoro. Cfr. C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 345. Inoltre, sulle azioni a voto condizionato quale archetipo del voto non proporzionale, cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011, p. 86 ss.

- Azioni con voto limitato ad una misura massima e le azioni con voto scalare. Tali azioni, previste da tempo⁷⁶ e la cui emissione è oggi permessa anche nelle società quotate⁷⁷ dall'art. 2351, terzo comma, c.c., hanno l'effetto di diminuire il peso deliberativo del socio. Infatti: (i) le azioni con voto limitato ad una misura massima si caratterizzano per la neutralizzazione del voto che colpisce le azioni possedute oltre una soglia massima prevista dallo statuto, cosicché, l'azionista potrà esercitare il proprio diritto di voto solamente nella misura in cui il suo possesso azionario rientri nelle aliquote di capitale sociale statutariamente fissate; (ii) le azioni con voto scalare sono caratterizzate da scaglionamenti del voto, e cioè dalla fissazione di più limiti, al raggiungimento dei quali il voto viene progressivamente limitato man mano che aumenta il possesso azionario⁷⁸. In dottrina si ritiene che esse non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c. poiché attinenti alla persona del socio e al *quantum* delle azioni da questo possedute in uno specifico momento. Da ciò, due conseguenze essenziali: nel caso di cessione, la limitazione del voto non segue il trasferimento; il limite previsto dall'art. 2351, secondo comma, c.c. non dovrebbe applicarsi a questi strumenti⁷⁹. Quanto alla

⁷⁶ Cfr. Art. 157 del codice di commercio del 1882.

⁷⁷ L'inciso "*alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*", previsto precedentemente nell'art. 2351, terzo comma, c.c., è stato eliminato dal d.l. n. 91/2014, convertito in l. n. 116/2014. Cfr. C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 346 s., in cui viene osservato che la preclusione prevista per le società quotate rispondeva alla circostanza "*che tradizionalmente la contrattazione dei titoli dal contenuto amministrativo e patrimoniale variabile nel tempo è osteggiata in quanto non risponde ai canoni di trasparenza ed efficienza del mercato. Inoltre, nelle società aperte è maggiormente sentita l'esigenza di garantire, almeno sotto questo profilo, una certa contendibilità del controllo azionario*".

⁷⁸ Secondo A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 59), p. 444 ss., il voto scagionato o massimo, nelle società chiuse, potrebbe avere un'efficacia antiscalata finalizzata alla conservazione della stabilità nella gestione della società poiché l'esistenza di tali clausole disincentiverebbe l'acquisto della maggioranza delle azioni. Parimenti A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2351*, (nt. 11), p. 309, il quale osserva che nelle società aperte "*la previsione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto avrebbe come effetto naturale anche quello di limitare, sul piano sostanziale, la contendibilità delle società aperte, scoraggiando o, comunque, rendendo significativamente più ardue, le scalate in borsa*".

⁷⁹ In tal senso v. M. ALBERTI, (nt. 40), p. 383 s. *Contra* N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, p. 8, in particolare p. 14, che le considera categorie ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c. Inoltre v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 136 – 13 maggio 2014, *Azioni a voto contingentato o scagionato (art. 2351 c.c.)*, in cui si afferma che: "*La disciplina statutaria, consentita dall'art. 2351, comma 3, c.c., volta a prevedere che in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o sia soggetto a scaglionamenti può riferirsi non solo alla generalità delle azioni che rappresentano il capitale sociale, ma anche a una o più categorie di azioni. Nel caso in cui il voto contingentato o scagionato si riferisca alla generalità delle azioni, il limite previsto dall'art. 2351, comma 2, c.c. non trova applicazione. Nel caso in cui invece il voto contingentato o scagionato si riferisca ad una o più categorie di azioni, il limite previsto dall'art. 2351, comma 2, c.c. è rispettato non solo quando le azioni di categoria speciale non eccedano*

legittimità del voto scalare in senso crescente (*“nel senso che, superata una certa soglia e per predeterminati scaglioni, al socio spetti un numero di voti superiore al numero delle azioni possedute”*)⁸⁰, se la dottrina anteriore al 2014 affermava, sulla base del divieto di azioni a voto plurimo, la invalidità di clausole che attribuissero un potere di voto sovrapporzionale al socio⁸¹, *“non pare che oggi vi possano essere più dubbi circa l’ammissibilità di clausole statutarie che prevedano il voto scalare crescente”*⁸², in sintonia con l’opinione di coloro che già prima delle recenti modifiche sostenevano la legittimità di tali clausole⁸³.

- Azioni correlate. Previste dall’art. 2350, secondo comma, c.c.⁸⁴, le azioni correlate costituiscono un titolo azionario la cui caratteristica essenziale risiede nell’attribuzione di particolari diritti patrimoniali al possessore, commisurati non all’attività produttiva generale della società, piuttosto ad uno specifico settore, essendo definite infatti anche azioni di settore. E’ pacifico il riconoscimento di tali azioni come appartenenti ad una categoria speciale ex art. 2348, secondo comma, c.c. (anche se non mancano coloro che le ritengono azioni ordinarie)⁸⁵, contraddistinta dalle altre poiché rappresenta diritti speciali patrimoniali di gruppo, i cui diritti

la metà del capitale sociale, ma anche quando il numero complessivo dei voti esprimibili dalla totalità delle azioni sia almeno pari alla metà delle azioni complessivamente emesse”.

⁸⁰ M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 679.

⁸¹ Cfr. G.P. LA SALA, *Principio capitalistico*, (nt. 75), p. 121, in particolare nt. 50.

⁸² B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all’italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 468, in particolare p. 475.

⁸³ Cfr. per esempio M. BIONE, *Il voto multiplo*, (nt. 80), p. 679, il quale riconosceva la legittimità del voto scalare crescente fondando la sua teoria sulla neutralità della norma interpretabile in più direzioni (si tratta dell’art. 2351, terzo comma, c.c.) e sull’ampia derogabilità della necessaria correlazione tra rischio e potere *“ogniquale volta i diritti attribuiti dalla partecipazione azionaria siano legati alla persona anziché a quella unità di misura specifica che è l’azione”*.

⁸⁴ Art. 2350 c.c.: *“Ogni azioni attribuisce il diritto a una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione, salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni. Fuori dai casi di cui all’art. 2447 bis, la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria. Non possono essere pagati ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società”*.

⁸⁵ Cfr.: M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Riv. not.*, 2014, V, p. 921, in particolare 927 ss.; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio one share one vote con l’introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, X, p. 1048, in particolare p. 1052, in cui si afferma che le azioni correlate, nonostante siano considerate azioni ordinarie, possono prestarsi ad una graduazione del diritto di voto secondo le esigenze dell’autonomia statutaria.

amministrativi possono essere variamente modulati, vista la genericità della norma. Assieme ai patrimoni destinati ad uno specifico affare *ex* dell'art. 2447 *bis* c.c.⁸⁶, le azioni correlate rappresentano lo strumento di accesso al c.d. finanziamento finalizzato⁸⁷. L'origine di tali azioni risiede nelle *tracking shares*⁸⁸ statunitensi, strumento tipico di quelle grandi imprese che esercitano la propria attività in più settori eterogenei tra loro, diversificando così la partecipazione dell'azionista⁸⁹.

- Azioni postergate nelle perdite. L'art. 2348, secondo comma, c.c., riformato dal d. lgs. n. 6/2003, prevede la possibilità di creazione statutaria di azioni postergate. In passato queste azioni sono state oggetto di particolare critica poiché tacciate di violare il divieto del patto leonino, costituendo titoli azionari la cui caratteristica risiede in un privilegio patrimoniale (senza limitazione nel voto, salvo diversa disposizione statutaria) che consiste nella loro posposizione alle azioni ordinarie nella partecipazione alle perdite della società, colpendo prima tutte le azioni o una categoria speciale di azioni in misura percentualmente maggiore rispetto ad altre. Il divieto di patto leonino non può comunque ritenersi violato in quanto le azioni in esame partecipano alle perdite, seppure in un momento successivo. Sul piano pratico, qualora si verificano perdite di esercizio *durante societate* e sia necessaria una

⁸⁶ Art. 2447-bis c.c.: “La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi. Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali”.

⁸⁷ La differenza fondamentale tra l'istituto delle azioni correlate e quello dei patrimoni destinati ad uno specifico affare risiede nella circostanza che nel primo caso si tratta azioni dedicate ad un determinato settore (ramo d'azienda o comparto imprenditoriale, restando comunque una branca dell'attività sociale e non un'entità distinta) e che incidono sui diritti azionari, mentre, nel secondo caso, si tratta di patrimoni dedicati ad uno specifico affare che incidono sul patrimonio complessivo della società. La creazione di tali azioni determina una mera divisione contabile, per così dire, artificiale (i loro possessori, infatti, sono e restano azionisti della società). Da qui discende la differenza tra le rispettive regolamentazioni (nonostante alcuni punti in comune quale, per esempio, la rendicontazione separata) e, soprattutto, la distinta autonomia del e la responsabilità limitata al patrimonio destinato da parte della società. Per una più ampia ricognizione sull'argomento cfr.: M. ALBERTI, (nt. 40), p. 375 ss.; C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 340 ss.; P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350 c.c.*, In *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 201 ss.; C. FORMICA, *Commento agli artt. 2346-2354 c.c.*, in *Commentario Maffei Alberti*, vol. I, Padova, Cedam, 2005, p. 177 ss.

⁸⁸ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1052.

⁸⁹ Cfr. G.F. CAMBOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*⁶, (nt. 2), p. 194 ss.

riduzione di capitale sociale, le azioni postergate verranno annullate soltanto dopo le altre azioni. In caso di liquidazione, ai soci titolari di tali azioni spetterà, al contrario, il diritto di prelazione sul rimborso del capitale sociale⁹⁰.

- Azioni di godimento. Le azioni di godimento sono previste dall'art. 2353 c.c.⁹¹ ed hanno la caratteristica di essere prive del diritto di voto (a meno che lo statuto non preveda diversamente) nell'assemblea generale della società. Sono attribuite ai titolari di azioni ordinarie che sono state annullate, di regola mediante sorteggio, per effetto di una riduzione del capitale sociale (reale o per esuberanza) e rimborsate in anticipo. La *ratio* sottesa alla norma si identifica nell'esigenza di compensare l'annullamento del pacchetto azionario, generalmente di valore effettivo notevolmente superiore al valore nominale rimborsato a seguito dell'annullamento, con l'emissione di titoli azionari che consentono al socio una partecipazione agli utili risultanti dall'attività sociale consona al reale valore delle azioni annullate, facendo fronte al pregiudizio economico subito⁹². Queste azioni, di scarsa applicazione nella prassi, rappresentano *“il prototipo dei titoli postergati rispetto all'esercizio dei diritti patrimoniali”*⁹³. Se da un lato, assicurano il diritto al rimborso del capitale, dall'altro *“concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale, ai sensi dell'art. 2353 c.c.* Sulla configurazione

⁹⁰ Cfr. M. ALBERTI, (nt. 40), p. 357.

⁹¹ Art. 2353 c.c.: *“Salvo diversa disposizione dello statuto, le azioni di godimento attribuite ai possessori delle azioni rimborsate non danno diritto di voto nell'assemblea. Esse concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento delle azioni non rimborsate di un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale”*.

⁹² Cfr.: M. ALBERTI, (nt. 40), p. 399 s.; F. GHEZZI, *Commento all'art. 2353 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008. p. 516 s.; C. FORMICA, (nt. 87), p. 185 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2353 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004, p. 320 s.

⁹³ C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 355.

di tali azioni quali categoria speciale di azioni ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c., la dottrina non nutre dubbi⁹⁴.

- Azioni riscattabili. Le azioni riscattabili sono previste dall'art. 2437 *sexies*, c.c. e sono definite “*le azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci*”. Il legislatore del 2003 ha introdotto nel nostro ordinamento questo strumento azionario che già *ante* riforma era nella prassi parecchio diffuso, con finalità abbastanza eterogenee: ad esempio, il congegno in esame poteva fungere: “*da surrogato dell'esclusione del socio altrimenti impedita nelle spa; da tecnica di chiusura della compagine sociale; da mezzo di restituzione di un apporto di capitale remunerato in maniera eccessivamente onerosa per la società; in ogni caso, da strumento statutario per realizzare altre legittime esigenze della società e/o dei soci*”⁹⁵. Il potere di riscatto è esercitabile dalla società o dai soci. Si tratta di un vero e proprio acquisto coattivo legittimato da una previsione statutaria espressa perché, da un lato, vi è il soggetto che esercita il diritto potestativo del riscatto, e, dall'altro, vi è il soggetto riscattato in una posizione di soggezione⁹⁶. E' pacifica la configurazione delle azioni riscattabili come speciale categoria azionaria ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c. in quanto rientrante nella definizione allargata, data in precedenza, circa la configurabilità di categorie azionarie con riferimento a qualsiasi posizione giuridica soggettiva inerente la partecipazione azionaria, anche a contenuto passivo.

⁹⁴ Sulla natura azionaria di tali azioni, alla luce della riforma del 2003, pochi sembrano essere gli interrogativi a riguardo. Problemi di interpretazione si fondavano, perlopiù, sull'argomento del valore nominale quale elemento necessario della partecipazione sociale, mentre, si ritiene che il valore nominale sia soltanto una delle modalità di misurazione della partecipazione potendosi i poteri degli azionisti valutare in ragione del totale numerico delle azioni emesse. Sulla loro configurazione in categoria speciale di azioni, per la dottrina, esse rappresentano una categoria a sé stante sulla base di diverse argomentazioni. In tal senso, cfr.: M. ALBERTI, (nt. 40), p. 399 s.; F. GHEZZI, (nt. 92), p. 516 s.; C. FORMICA, (nt. 87), p. 185 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2353*, (nt. 92), p. 320 s.

⁹⁵ M. ALBERTI, (nt. 40), p. 1149.

⁹⁶ Per un approfondimento dell'argomento cfr.: *ivi*, p. 1149; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 243 s.

- Strumenti finanziari partecipativi. L'art. 2346, ultimo comma, c.c.⁹⁷ consente alla società per azioni di emettere strumenti finanziari a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. Essi possono essere forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, con esclusione però del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti⁹⁸. La disciplina regolamentare degli strumenti finanziari partecipativi è rimessa all'autonomia delle parti e spetterà allo statuto determinare le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento e, se ammessa, la legge di circolazione⁹⁹. Tali strumenti si concretizzano in nuove tecniche di finanziamento e costituiscono una delle innovazioni più rilevanti del 2003 a vantaggio della compagine sociale. A seguito della riforma, alla società è permessa la costituzione di rapporti giuridico-economici anche con soggetti facoltosi dal punto di vista finanziario o della pubblica platea e che godono del favore del gruppo di comando o dell'organo di gestione, così ammettendosi la partecipazione di soggetti, soci o terzi, considerati meritevoli o utili al produttivo svolgimento dell'attività sociale e il cui contributo può consistere in qualsiasi genere di utilità senza andare in contrasto con la disciplina inderogabile (il riferimento è principalmente all'opera e servizi oggetto di prestazione e che non sono conferibili ai sensi dell'art. 2342, quinto comma, c.c.¹⁰⁰, valorizzando così tutti i tipi

⁹⁷ Art. 2346, ultimo comma, c.c.: *“Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento e, se ammessa, la legge di circolazione”*.

⁹⁸ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 220 ss., in particolare nt. 16. In dottrina si ravvisano opinioni che ritengono che il titolare di strumenti finanziari debba esercitare il proprio diritto di voto nell'assemblea speciale (Angelici, Libonati, Notari, Abriani), altre che rimettono la decisione dell'esercizio del voto in assemblea generale ordinaria o straordinaria o in assemblea speciale all'autonomia statutaria (Cian, Libertini, Oppo, Spolidoro).

⁹⁹ In relazione al contenuto, dal lato dei diritti amministrativi, la norma esclude l'attribuzione statutaria del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, da ciò, desumendosi che i titolari di strumenti finanziari partecipativi possono esercitare il proprio voto solamente nell'assemblea speciale per essi prevista e la possibilità che lo statuto può riconoscere loro il diritto di intervento in assemblea e di informazione, mentre, dal lato dei diritti patrimoniali, il contenuto di tali strumenti risulta essere variabile, permettendosi ad esempio il diritto alla ripartizione di utili, la postergazione dei titolari di tali strumenti rispetto ad altri creditori, il diritto alla restituzione dell'apporto.

¹⁰⁰ Art. 2342 c.c.: *“Se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il conferimento deve farsi in danaro. Alla sottoscrizione dell'atto costitutivo deve essere versato presso una banca almeno il venticinque per cento dei conferimenti in danaro o, nel caso di costituzione con atto unilaterale, il loro intero ammontare. Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le azioni corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione. Se viene*

di apporto)¹⁰¹. L'apporto che viene remunerato tramite l'emissione degli strumenti finanziari partecipativi non costituisce conferimento e quindi non può computarsi a titolo di capitale sociale, non attribuendo, di conseguenza, la qualità di socio al sottoscrittore di tali strumenti, bensì la possibilità di attribuire questo e quel diritto¹⁰². Possono distinguersi diverse categorie di strumenti finanziari partecipativi, ricavandole proprio dal codice civile: gli strumenti finanziari attribuiti ai dipendenti della società ex art. 2349, secondo comma c.c.,¹⁰³ quelli previsti dall'art. 2346, sesto comma, c.c.,¹⁰⁴ quelli di partecipazione allo specifico affare al quale, ai sensi dell'art. 2447 bis c.c.¹⁰⁵, viene destinato un patrimonio, e quelli previsti dall'art. 2411, terzo

meno la pluralità dei soci, i versamenti ancora dovuti devono essere effettuati entro novanta giorni. Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi”.

¹⁰¹ Cfr. C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 327.

¹⁰² Gli strumenti finanziari “rappresentano posizioni contrattuali nei confronti della società emittente, e, conseguentemente la disciplina di essi non può che connotarsi per avere pochi punti di contatto con quella delle azioni”. Così A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004, p. 262. Per una più ampia ricognizione sull'argomento cfr.: A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2346 c.c.*, (nt. 102), p. 260 ss.; M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 52 ss.

¹⁰³ Art. 2349, secondo comma c.c.: “L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto”.

¹⁰⁴ Art. 2346, ultimo comma, c.c.: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e le condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento e, se ammessa, la legge di circolazione”.

¹⁰⁵ Art 2447-bis c.c.: “La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi. Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali”. Art. 2447-ter c.c.: “La deliberazione che ai sensi della lettera a) del primo comma dell'articolo 2447 bis destina un patrimonio ad uno specifico affare deve indicare: a) l'affare al quale è destinato il patrimonio; b) i beni e i rapporti giuridici compresi in tale patrimonio; c) il piano economico-finanziario da cui risulti la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte ai terzi; d) gli eventuali apporti di terzi, le modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare; e) la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono; f) la nomina di un revisore legale o di una società di revisione legale per la revisione dei conti dell'affare, quando la società non è già assoggettata alla revisione legale; g) le regole di rendicontazione dello specifico affare. Salvo diversa disposizione dello statuto, la deliberazione di cui al presente articolo è adottata dall'organo amministrativo o di gestione a maggioranza assoluta dei suoi componenti”.

comma, c.c.¹⁰⁶ che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società¹⁰⁷.

1.2 Segue: l'art. 2351, secondo comma, c.c. ed i limiti all'autonomia statutaria.

L'art. 2351, secondo comma, c.c. è stato, come visto, riformato nel 2003. Se prima vigeva la *“necessità di compensare la menomazione del diritto di voto con la previsione di un duplice privilegio nella partecipazione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società”*¹⁰⁸, ai sensi dell'art. 2351, secondo comma, c.c. del 1942¹⁰⁹, la nuova formulazione ha invece eliminato tale imprescindibile bilanciamento tra diritti patrimoniali e compressione del diritto di voto. Dell'originaria versione dell'art. 2351, secondo comma, c.c. è stato mantenuto il limite della metà del capitale sociale alla libertà di creazione di categorie speciali di azioni, infatti, il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale.

Nonostante in sede di approvazione del d. lgs. n. 6/2003, l'abrogazione di tale soglia fosse stata valutata, prevalse l'opinione di chi considerò il limite come avente *“l'essenziale funzione di assicurare il governo della società, attraverso il voto, a chi detenesse una percentuale non esigua del capitale sociale”*¹¹⁰, rispondendo *“all'esigenza di calmierare gli effetti del potere finanziario in capo ai soci dotati di*

¹⁰⁶ Art 2411 c.c.: *“Il diritto degli obbligazionisti alla restituzione di capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società. I tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”*.

¹⁰⁷ Per una più ampia trattazione sull'argomento v. *infra*, nt. 69, par. 2.2, cap. 1

¹⁰⁸ C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 345. Inoltre, v. M. ALBERTI, (nt. 40), p. 381 ss., ove si osserva che, precedentemente, *“all'eventuale riconoscimento di privilegi patrimoniali doveva accompagnarsi una limitazione del diritto di voto nelle deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria”*. Oggi, invece, *“è quindi caduta questa sorta di compensazione forzata tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi (o meglio, diritti di voto) che rendeva la fattispecie rigida”*.

¹⁰⁹ Art. 2351, secondo comma, c.c. del 1942: *“L'atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365. Le azioni con voto limitato non possono superare la metà del capitale sociale”*.

¹¹⁰ A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 59), p. 410.

diritti pieni”¹¹¹. Il limite in questione può considerarsi a contenuto quantitativo e ad esso precedentemente si affiancava l’ulteriore limite, qualitativo e funzionale, espresso dal divieto di emissione di azioni a voto plurimo. Quest’ultimo, nonostante ne venne discussa l’abrogazione durante i lavori preparatori della Commissione Vietti¹¹², era finalizzato allo stesso obiettivo del limite quantitativo, ossia evitare che il comando societario cadesse nelle mani di un’esigua minoranza, quindi di “*evitare che il raggiungimento e il mantenimento della soglia di possesso azionario che dà il controllo di diritto della società (la maggioranza dei voti che possono essere espressi nell’assemblea ordinaria) e, eventualmente, di quella che dà il controllo di fatto, siano eccessivamente facilitati*”¹¹³.

Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo è stato abrogato nel 2014 con l’introduzione della possibilità di creazione di azioni a voto multiplo *ex novo* da parte delle società chiuse, prevista nell’art. 2351, quarto comma, c.c. La dottrina prevalente ritiene che, in forza di un’interpretazione letterale dell’art. 2351, secondo comma, c.c., il limite quantitativo della metà del capitale sociale non si applichi alle azioni a voto plurimo, essendo riferibile alle sole azioni a voto escluso, limitato, condizionato, poiché il riferimento è al complessivo “*valore di tali azioni*”. Di conseguenza, “*le azioni a voto plurimo sono svincolate da qualsiasi limite quantitativo e potrebbero rappresentare, da sole o unitamente ad altre categorie speciali di azioni, anche più della metà del capitale sociale*”¹¹⁴.

¹¹¹ C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 348.

¹¹² La discussione si incentrò, in particolar modo, sugli effetti apparentemente distorsivi che le azioni a voto potenziato possono dispiegare in relazione alle offerte pubbliche di acquisto e quindi, più in generale, sulla contendibilità del governo societario e anche sulla scorta di quanto previsto in sede comparatistica negli ordinamenti di *Common law*. Su questo tema v. *infra* par. 3.4, cap. 2. A riguardo cfr.: C. PASQUARIELLO, (nt. 61), p. 348, in particolare nt. 102; C. FORMICA, (nt. 87), p. 180 ss.

¹¹³ M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, relazione al XXVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 10.

¹¹⁴ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, (nt. 79), p. 14. Dello stesso avviso anche M. S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, (nt. 113), par. 12, in cui l’Autore rileva che la compresenza di azioni a voto plurimo e le azioni indicate nell’art. 2351, secondo comma, c.c., può comportare sì una mancanza di equilibrio all’interno del sistema poiché i limiti posti a tali azioni possono essere, dai soci, spazzati via ma, “*l’emissione di azioni a voto plurimo non incontra alcun divieto (anche solo parziale) o alcun limite nella precedente immissione in circolazione di azioni prive del diritto di voto o a voto limitato o condizionato; né pare che si possa desumere tale limite dal divieto di elusione della legge, poiché è la stessa legge che pone limiti diversi nelle differenti fattispecie, senza preoccuparsi di un efficiente coordinamento*”. Di diverso avviso: C. TEDESCHI, *Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto*, in *Le società*, 2015, p. 1073, in particolare p. 1075; M. LIBERTINI, C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, p. 1 s.,

Questa conclusione è avvalorata dalla circostanza che, nonostante il computo delle azioni sottostanti al limite in esame vada effettuato in senso cumulativo, e cioè con riferimento al valore complessivo delle azioni indicate nel secondo comma, la dottrina ha sempre ritenuto non intaccate dal limite le azioni a voto contingentato o plafonato e gli strumenti finanziari partecipativi, poiché nel primo caso siamo di fronte ad un possesso legato al soggetto e non al titolo azionario e nel secondo a strumenti finanziari non facenti parte del capitale sociale, e come tali, non misurabili su di esso.

Le azioni a voto plurimo non sono in ogni caso azioni a voto non pieno, potranno attribuire più di un voto anche in tutte le materie societarie, con l'osservanza dell'unico limite di assegnazione di massimo tre voti e, sebbene rappresentino una categoria azionaria tipizzata, non soggiacciono al limite quantitativo per le ragioni appena indicate. Dunque, *“in generale può ritenersi che il limite quantitativo del comma 2 vada applicato solamente nelle ipotesi di azioni emesse a voto “non pieno”*: ne rimangono escluse, pertanto, particolari fattispecie che, sebbene caratterizzate da una particolare modulazione del diritto di voto ad opera dell'autonomia statutaria, non ne comportino una vera e propria limitazione”¹¹⁵ e, nel sistema così delineato, *“lo statuto potrà non contemplare alcuna azione ordinaria, essendo il capitale rappresentato da azioni di categoria, dotate di diritti speciali, con il solo limite che la metà delle stesse sia a voto non limitato (unitario o plurimo)”¹¹⁶.*

in cui M. LIIBERTINI afferma che *“la disposizione dell’art. 2351, comma 2, ultimo periodo, cod. civ. dev’essere interpretata non in senso formalistico e letterale, ma come indicazione di principio, e quindi estensivamente (come se dicesse: il controllo azionario può spettare solo a chi sia titolare di almeno il 25% del capitale più un’azione). Perciò non dovrebbe ammettersi il cumulo di azioni a voto limitato e di azioni a voto plurimo (con possibilità che il controllo spetti a chi sia titolare del 12,5% etc.)”*.

¹¹⁵ A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 59), p. 413.

¹¹⁶ N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto*, (nt. 79), p. 14. In questo senso cfr.: R. ROSAPEPE, in V. BUONOCORE (ideato da), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2015, p. 345; P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno 22 settembre 2014 presso Consiglio notarile di Milano, reperibile su www.marchettilex.it, area updates, 5, il quale afferma che *“non vi è un limite all’emissione di azioni a voto plurimo”*.

2. L'introduzione delle azioni a voto plurimo nelle società non ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati.

L'art. 2351, quarto comma, c.c. dispone che *“salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”*. Il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla l. 11 agosto 2014, n. 116¹¹⁷, ha disposto, con l'art. 20, comma 8-bis¹¹⁸, la modifica dell'art. 2351, terzo e quarto comma, c.c., abrogando così il divieto di creazione di azioni a voto plurimo previsto precedentemente dal codice civile del 1942.

Le azioni a voto plurimo acquistano diritto di cittadinanza grazie ad emendamenti - è doveroso infatti stimare che il d.l. in esame non ha inciso sull'art. 2351, quarto comma, c.c., lasciando intatto il divieto di emissione di azioni a voto plurimo per tutte le società per azioni e prevedendo l'istituto della maggiorazione del voto espressamente (quindi fatte salve le probabilità, discusse in dottrina, di applicazione anche per le società chiuse) per le sole società quotate¹¹⁹ - che, programmati dal governo stesso, sono stati sviluppati durante l'iter legislativo di conversione, nonostante molti Paesi europei ed extraeuropei le prevedessero da tempo.

Dal 21 agosto del 2014, le oltre 40.000 società per azioni attive in Italia e non ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato (*rectius*: le società chiuse e

¹¹⁷ Il testo consolidato è pubblicato in G.U. n. 192 del 20.8.2014, Supplemento Ordinario n. 72.

¹¹⁸ Art. 20, comma 8-bis, d.l. 91/2014, conv. in l. 116/2014: I commi terzo e quarto dell'articolo 2351 del codice civile sono sostituiti dai seguenti: *"Lo statuto può altresì prevedere che, in relazione alla quantità delle azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato a una misura massima o disporre scaglionamenti. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti"*.

¹¹⁹ Cfr: F. TASSINARI, (nt. 48), p. 23 ss., il quale ritiene che il legislatore del decreto legge 91/2014 e della sua legge di conversione abbia considerato, nel suo operato, le sole società quotate e quelle intenzionate a farlo, esaltando il nuovo quarto comma dell'art. 2351 c.c. quale premessa per l'applicazione dell'art. 127-sexies, t.u.f. Inoltre, l'Autore osserva che quanto disposto dal decreto, combinato con la legge di conversione, consente una IPO alla *Google* o alla *Facebook*, come sopra analizzato, in controtendenza con la resistenza ideologica e culturale dell'imprenditore italiano, il quale è restio verso la quotazione della propria impresa per timore di perdita del controllo a causa della diluizione derivante dall'aumento di capitale sociale posto al servizio dell'IPO.

quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ma non quotate)¹²⁰ possono emettere azioni a voto multiplo, mentre le società quotate possono conservare le azioni a voto plurimo emesse precedentemente alla quotazione, “*incrementarle in sede di aumento di capitale, ereditarle (incrementandole o riconvertendole) per fusione o scissione. Non possono introdurre ex novo*”¹²¹.

Alla base di tale innovazione, da un lato, si ravvisa il mutamento del riferimento culturale dal sistema giuridico tedesco al sistema giuridico anglosassone, più *business friendly* e dunque maggiormente predisposto ad essere apprezzato quale piattaforma da cui attingere gli interventi normativi più innovativi (si pensi proprio alle *multi-voting shares* che hanno consentito a *Google* e *Facebook* di quotare il titolo azionario a voto singolo, mantenendo invece indisponibile al mercato quello a voto plurimo di titolarità esclusiva dei soggetti fondatori e di altri soggetti comunque a questi strettamente collegati) e, d’altro lato, si rammenta la crisi economica italiana del debito pubblico che, dall’estate 2011 continua inarrestabile e ha indotto gli organi legislativi a procacciare nuove modalità di finanziamento a medio e lungo termine, tra le quali rientra senz’altro l’istituto della maggiorazione del voto nelle spa quotate, previsto dall’art. 127-*quinquies* t.u.f.¹²².

L’*incipit* del quarto comma, che fa riferimento a leggi speciali, indica evidentemente il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), in particolare l’art. 127-*sexies* t.u.f.¹²³, inserito dall’art. 20 del

¹²⁰ In relazione alla conservazione del divieto di emissione di azioni a voto plurimo *ex novo* per le società quotate, si veda M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, (nt. 113), par. 10 - 14.

¹²¹ P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20*, (nt. 116), p. 4.

¹²² Cfr. F. TASSINARI, (nt. 48), p. 22 s.

¹²³ Art. 127-*sexies*: “*In deroga all’articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo. Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all’inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all’emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell’articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d’opzione; b) fusione o scissione. Nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell’articolo 127-*quinquies*. Ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell’articolo 2376 del codice civile, da parte dell’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo*”.

d.l. n. 91/2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116/2014, intitolato “Azioni a voto plurimo”. Questo, in deroga a quanto previsto dall’art. 2351, quarto comma, c.c., vieta l’emissione di azioni a voto plurimo alle società quotate, facendo salva l’operatività di quelle già esistenti (c.d. ultrattività delle azioni a voto plurimo) e, in casi particolari, permettendo, “*al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni*”, l’emissione di tali azioni con le medesime caratteristiche di quelle già emesse¹²⁴. Inoltre, l’art. 212. disp. att. c.c. riformato nel 2014, prevede che “*le deliberazioni di modifica dello statuto di società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea*”¹²⁵.

2.1 Le azioni a voto plurimo quale “nuova” categoria azionaria.

Dalle considerazioni fin qui svolte emerge chiaramente che le azioni a voto multiplo costituiscono una nuova categoria azionaria, speciale nel senso meglio descritto e precisato nel paragrafo 1.1, e tipizzata ai sensi dell’art. 2351, quarto comma, c.c. A sostegno di tale tesi, oltre alle considerazioni della dottrina che sembra riferirsi all’unanimità ad una categoria speciale, soccorre l’art. 127-*sexies*, quarto comma,

¹²⁴ Inoltre, per completezza, l’art. 20, comma 1-*bis* del d.l. n. 91/2014 del 24.6.2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116, prevede che: “*In sede di prima applicazione, le deliberazioni di modifica dello statuto assunte entro il 31 gennaio 2015 da società aventi titoli quotati nel mercato regolamentato italiano iscritte nel registro delle imprese alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, con cui viene prevista la creazione di azioni a voto maggiorato ai sensi dell'articolo 127-quinquies del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea*”.

¹²⁵ Si riporta l’art. 212 disp. att. c.c. nella sua versione precedente: “*Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma, potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data suindicata. Dalla data predetta sono vietate anche per le società esistenti le emissioni di azioni a voto plurimo. Sono nulle altresì le deliberazioni con le quali si attribuisce alle azioni a voto plurimo esistenti un maggior numero di voti. Le disposizioni del comma precedente non si applicano alle azioni a voto plurimo, emesse in occasione di aumenti di capitale deliberati prima dell'entrata in vigore del codice e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni*”.

t.u.f.¹²⁶, il quale, citando la frase “*degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo*”, pare eliminare ogni dubbio¹²⁷.

Lo strumento azionario in esame è rispettoso dei (*rectius*: non contrasta con i) connotati indicati dall’art. 2348 c.c., e cioè della possibilità concessa dalla legge allo statuto di creare, anche con successive modificazioni di queste, “*categorie di azioni fornite di diritti diversi*”, con libera determinazione dei contenuti (espressione questa del principio di atipicità richiamato nei paragrafi precedenti), nel rispetto dei limiti di legge.

Le asserzioni della dottrina convincono, e non poco, della possibile “esistenza” di una categoria di azioni a voto plurimo: “*le azioni a voto plurimo rappresentano una nuova categoria di azioni*”¹²⁸, “*salvo sia diversamente previsto da leggi speciali (...), è possibile la creazione di una categoria di azioni cui sia attribuito un numero di voti superiore a uno*”¹²⁹, “*dove i legislatori prevedono espressamente la facoltà di emettere una categoria di azioni a voto plurimo*”¹³⁰, “*le azioni a voto plurimo costituiscono come è noto una particolare categoria di azioni (...) oggetto di attribuzione selettiva entro la compagine sociale*”¹³¹, “*viene in tal modo introdotta una nuova categoria di azioni, ai sensi dell’art. 2348 c.c. Si tratta di una categoria tipica, che si affianca a quelle già contemplate dal codice civile*”¹³², “*la possibilità, grazie alla sostituzione dei commi 2 e 3 dell’art. 2351 c.c., che tutte le società per azioni (non quotate) introducano per statuto l’istituto della categoria ex art. 2348 c.c. delle azioni a voto plurimo*”¹³³, “*azioni senza voto e a voto limitato da un lato,*

¹²⁶ Art. 127-*sexies*, quarto comma, t.u.f: “*Ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell’articolo 2376 del codice civile, da parte dell’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo*”.

¹²⁷ Cfr. P. ABBADESSA, *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, Milano, 2015, p. 3, in particolare p. 9.

¹²⁸ C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1075.

¹²⁹ B. MASSELLA DUCCI TERI, (nt. 82), p. 468.

¹³⁰ M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, (nt. 113), par. 12.

¹³¹ M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: *concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 4.

¹³² N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 12. In tal senso, seppure cambiando il riferimento normativo, v. P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20*, (nt. 116), p. 4, in cui afferma che “*le azioni a voto plurimo costituiscono una categoria di azioni ai sensi dell’art. 2376 c.c.*”.

¹³³ F. TASSINARI, (nt. 48), p. 24.

azioni a voto plurimo dall'altro, costituiscono due categorie speciali di azioni intercomunicanti l'un l'altra"¹³⁴.

L'elencazione di proposizioni ha un senso, eccome, un senso unidirezionale verso la riconoscibilità del voto plurimo quale elemento "*strutturale, tale appunto da giustificare il riconoscimento, a favore di queste azioni, della natura di categoria speciale*"¹³⁵, quest'ultima non familiarizzante con l'altro tipo di azioni a voto potenziato previste nel nostro ordinamento espressamente per le società quotate (ma non escluse per le società chiuse), le azioni a voto maggiorato (*loyalty shares*). Queste, ai sensi dell'art. 127-*quinquies*, quinto comma, t.u.f., "*non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile*" poiché il potere del voto doppio non ha nulla a che vedere con il contenuto intrinseco dell'azione, bensì viene assegnato al socio in quanto tale¹³⁶.

Di conseguenza, il voto maggiorato "*è indissolubilmente legato alla situazione personale di chi ne beneficia ed è destinato a svanire ogniqualvolta le azioni che ne sono dotate siano trasferite ad altri*"¹³⁷, perdita che, al contrario, non avviene nel caso di circolazione di azioni a voto plurimo, le quali, costituendo una categoria di azioni, seguiranno la disciplina ordinaria posta dall'art. 2352 c.c. Per effetto, le azioni a voto multiplo conserveranno tale caratteristica sia in caso di cessione di quote (a qualsiasi titolo, oneroso o gratuito), sia nella circostanza di costituzione di pegno o usufrutto (in tal caso spettando il diritto di voto multiplo al creditore pignoratizio o all'usufruttuario, salvo si siano accordati diversamente, per esempio stabilendo la permanenza del voto multiplo in capo al socio per alcune deliberazioni assembleari), sia in caso di sequestro, ivi spettando il diritto di voto multiplo al

¹³⁴ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 266, in particolare p. 271.

¹³⁵ F. ANNUNZIATA, A. GIOMBINI, *La disciplina del voto plurimo introdotta dal decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, 2014, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/disciplina-voto-plurimo-introdotta-decreto-competitivita-pegno-usufrutto-e-sequestro-di-azioni>.

¹³⁶ V. *infra*, par. 2.4, cap. 1.

¹³⁷ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, (nt. 134), p. 269; in questi termini anche BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1059, ove si afferma che la maggiorazione del voto è collegata alla persona dell'azionista e non all'azione in sé.

custode¹³⁸. Un'ulteriore conseguenza, forse la più meritevole di considerazione, scaturita dall'esistenza di categorie speciali di azioni ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c., e quindi, dalla formazione di una sistemazione societaria interna variegata, è quella dell'organizzazione degli azionisti facenti parte delle categorie in assemblee speciali¹³⁹.

Il codice civile *“riconosce agli azionisti delle diverse categorie un diritto di mantenimento del rapporto intercorrente fra le categorie stesse; un diritto che l'assemblea non può, con le proprie deliberazioni, pregiudicare senza l'approvazione delle categorie interessate”*¹⁴⁰ e, a farsi carico della conservazione e della tutela di tale diritto è l'art. 2376 c.c., il quale dispone che *“se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie. Quando le azioni o gli strumenti finanziari sono ammessi al sistema di gestione accentrata la legittimazione all'intervento e al voto nella relativa assemblea è disciplinata dalle leggi speciali”*. Pertanto, qualora i diritti degli azionisti a voto plurimo (e non quelli di tutti gli azionisti) venissero pregiudicati (per esempio mediante la riduzione del numero dei voti da tre a due), tale deliberazione di competenza dell'assemblea straordinaria - costituendo una modificazione statutaria -

¹³⁸ La disciplina del sequestro sembra non ammettere accordi contrari. Cfr: F. ANNUNZIATA, A. GIOMBINI, (nt. 135); in questo senso v. anche C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1074.

¹³⁹ Per uno studio più approfondito sull'argomento v.: A. MIGNOLI, (nt. 49); P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1999.

¹⁴⁰ F. GALGANO, R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*³, in *Trattato Galgano* vol. XXIX, tomo 1, Padova, Cedam, 2006, p. 225. Ivi si afferma che se esistono categorie speciali di azioni, di conseguenza anche le azioni ordinarie formano una categoria di azioni ai sensi dell'art. 2376 perché quest'ultimo non fa riferimento ad una “categoria speciale di azioni” ma semplicemente ad una categoria e, per effetto, anche le deliberazioni dell'assemblea generale che andranno per esempio ad aumentare il privilegio delle azioni privilegiate *“dovrà essere approvata dalla assemblea speciale degli azionisti ordinari”*. Se si aderisse a tale impostazione, difficilmente si addiverà ad un consenso da parte degli azionisti ordinari all'emissione di azioni a voto multiplo a favore di una categoria azionaria (ove ovviamente ciò sia stato previsto nello statuto nel rispetto dei *quorum* assembleari), e difficilmente si verificherà la situazione opposta, e cioè la conversione delle azioni a voto multiplo in azioni ordinarie, salvo il consenso unanime o della maggioranza sul punto e il diritto di recesso per i soci dissenzienti. E se i soci di maggioranza votassero la conversione delle proprie azioni ordinarie in azioni a voto plurimo? Non è in errore chi intraveda in questa fattispecie un abuso di maggioranza per violazione della parità di trattamento tra i soci. A riguardo cfr. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1056 s.

dovrà essere approvata anche dall'assemblea speciale degli appartenenti a tale categoria¹⁴¹. Le deliberazioni dell'assemblea ordinaria che rechino loro pregiudizio¹⁴², in mancanza di approvazione, risulterebbero invalide e verrebbero probabilmente impugnate¹⁴³ ai sensi degli artt. 2377 c.c. e 2378 c.c. In conclusione l'art. 2376 c.c. garantisce i diritti degli azionisti speciali come diritti gruppo e non individualmente, posto che nel consesso speciale si delibera comunque a maggioranza qualificata (*“Alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie”*)¹⁴⁴.

3. Profili di disciplina: il possibile contenuto delle azioni a voto plurimo.

Il contenuto delle azioni a voto multiplo assume i caratteri della variabilità. Lo statuto sociale è dotato di ampio margine di discrezionalità in relazione alle possibili declinazioni dello strumento esaminato, muovendosi entro il quadro regolamentare offerto dall'art. 2351, quarto comma, c.c.

Il massimo dei voti attribuibili dallo statuto all'azione corrisponde a tre¹⁴⁵ ed è questa la limitazione esplicitamente dettata dal legislatore, con ciò ritenendosi consentito il riconoscimento di categorie speciali di azioni a voto multiplo fornite di due voti ed altre categorie la cui specialità risiede nel conferimento di tre voti azioni per ciascuna azione appartenente alla categoria. L'articolo 2351, quarto comma, c.c. nulla dice sulla possibilità di riconoscere all'azione a voto multiplo una misura del voto anche composita da decimali pari ad esempio a 1,5 o 2,7. L'ultima parte del nuovo comma

¹⁴¹ Cfr. P. ABBADESSA, (nt. 127), p. 9.

¹⁴² Il pregiudizio va inteso come pregiudizio di diritto e non di mero fatto. In tal senso, per esempio, A. STAGNO D'ALCONTRES, *in commento all'art. 2376 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004, p. 542. Tuttavia opinione discordante si riscontra, tra le altre, in A. MIGNOLI, (nt. 49), p. 205 ss.

¹⁴³ Questa l'opinione di F. GALGANO, R. GENGHINI, (nt. 140), p. 226, mentre per G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 211, l'approvazione dell'assemblea di categoria costituisce, qualora fosse necessaria, condizione legale, dunque, in mancanza della stessa, la delibera, oltre a poter essere impugnata, è improduttiva di effetti.

¹⁴⁴ *Ivi*, p. 210 ss.

¹⁴⁵ Cfr. V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I, p. 164, in particolare p. 183, il quale afferma che *“la fissazione di un limite massimo di voti (...) risponderebbe, propriamente, alla necessità di risolvere il ‘conflitto’ tra chi ha un voto solo e chi ne ha più di uno in modo da non deprimere eccessivamente ovvero annullare del tutto il potere d'incidenza decisionale racchiuso nell'unico voto associato alla corrispondente categoria azionaria”*.

quattro (“Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”) non brilla di certo per chiarezza e specificità circa l’eventualità di addentrarsi, nell’attribuzione del voto, tra il minimo di uno e il massimo di tre voti. Nonostante l’assenza di un rinvio in tale direzione “non sembra però che il testo di legge autorizzi in qualche modo a considerare una tale eventualità oggetto di divieto”¹⁴⁶.

La portata del voto sarebbe quindi modulabile e la compatibilità del voto decimale, del frazionamento di questo al di sotto dell’unità, oltre a poter essere ravvisata nella circostanza che in società quotate la maggiorazione del voto apre a percentuali intermedie tra uno e due voti (l’art. 127-*quinquies*, primo comma, t.u.f., fa riferimento alla circostanza che la maggiorazione possa attribuire “al massimo due voti”, facendo salva la maggiorazione frazionaria tra la forchetta che comprende un voto e il massimo di due)¹⁴⁷, sarebbe supportata dall’esigenza che l’individuazione del moltiplicatore del voto avvenga mediante modalità che evincano di volta in volta il punto di equilibrio più confacente ed efficiente in termini di *corporate governance*¹⁴⁸.

Il voto plurimo può essere esercitato dal titolare dell’azione speciale in qualsiasi materia di competenza assembleare; spetterà allo statuto modulare il voto secondo le esigenze di governo societario meritevoli di tutela e, più precisamente, attribuirlo e consentirlo in qualsiasi contesto assembleare, ordinario o straordinario, o per particolari argomenti o subordinarlo al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Se lo statuto lo prevede, il socio potrà esercitare il proprio diritto di voto plurimo su particolari argomenti, i quali possono essere intesi tanto in senso lato, ovvero

¹⁴⁶ M. CIAN (a cura di), (nt. 1), p. 290, in particolare nt. 35-*bis*.

¹⁴⁷ Cfr.: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 18-19; P. MARCHETTI, *Commento all’art. 20*, (nt. 121), p. 5.

¹⁴⁸ Di diverso avviso F. TASSINARI, (nt. 48), p. 27. L’autore, infatti, dà una risposta negativa alla possibilità che l’autonomia statutaria possa prevedere anche decimali di voto facendo leva tanto sull’esperienza comparatistica, tanto dalla circostanza che l’autonomia privata debba esprimersi razionalmente, senza generare complicazioni derivanti dal superamento della soglia dell’unità, e sul fatto che, nel pensiero del legislatore, il voto non è in alcun modo frazionabile al di sotto dell’unità; *Contra* anche BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1053, in particolare nt. 16.

in termini negativi, attribuendo all'azionista il privilegio del voto potenziato per tutte le deliberazioni assembleari tranne alcune (per esempio le deliberazioni per le quali è riconosciuto il diritto di recesso *ex art. 2437*, primo comma, c.c.), quanto in senso selettivo e positivo, ad esempio riservando il voto per le deliberazioni concernenti l'approvazione del bilancio e la nomina degli organi di gestione¹⁴⁹.

Collegata a tale ultimo esempio è la questione relativa all'ammissibilità di clausole statutarie che prevedono l'attribuzione a categorie speciali di azioni del potere di nominare determinate percentuali dei componenti degli organi sociali. Malgrado la dottrina prevalente considerasse illegittime le previsioni che attribuivano la nomina della componente maggioritaria dell'organo di gestione o di controllo a categorie azionarie non rappresentanti la metà del capitale sociale¹⁵⁰, oggi dovrebbe riconoscersi come legittima un'eventualità del genere, avallata anche dall'ordine notarile¹⁵¹, ogni qualvolta la categoria speciale degli azionisti

¹⁴⁹ Occorre precisare che le azioni a voto plurimo, qualora il loro esercizio sia connesso a particolari argomenti e tra questi lo statuto non ricomprenda la nomina degli organi di gestione, per esempio perché vengono escluse le deliberazioni di competenza dell'assemblea ordinaria, *"il tradizionale principio della corrispondenza del potere al rischio non viene minimamente intaccato"*. Cfr. M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, (nt. 134), p. 270; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 46/2014, Categorie di azioni a voto plurimo differenziato*, il quale afferma che: *"E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca a diverse categorie di azioni un diritto di voto plurimo, differenziandolo in relazione alle materie all'ordine del giorno (dividendo il capitale, ad es., in azioni di categoria B, con diritto di voto plurimo sulle delibere di nomina e revoca del collegio sindacale e di approvazione di specifiche operazioni sottoposte all'autorizzazione assembleare, ex art. 2364, n. 5, c.c., e in azioni di categoria A, con diritto di voto plurimo su tutte le altre deliberazioni da assumersi in sede ordinaria, riconoscendo infine a tutte le azioni un diritto di voto ordinario per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria)"*.

¹⁵⁰ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 16, in particolare nt. 19.

¹⁵¹ CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 47/2014, Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*, il quale afferma che: *"1) E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che preveda la divisione del capitale in due distinte categorie di azioni, attribuendo a ciascuna di esse un diritto di voto plurimo sulle deliberazioni aventi ad oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale. 2) E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata con sistema tradizionale di amministrazione e controllo, che riconosca a due distinte categorie di azioni il diritto di nominare, rispettivamente, la maggioranza (o la totalità) dell'organo di amministrazione e la maggioranza (o la totalità) dell'organo di controllo, purché ciascuna di tali categorie sia titolare della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni aventi per oggetto, rispettivamente, la nomina degli amministratori e la nomina del collegio sindacale"*.

privilegiati nel voto risulti titolare della metà più uno dei voti esercitabili nell'assemblea e per le deliberazioni in questione¹⁵².

Il voto plurimo può essere subordinato anche a particolari condizioni non meramente potestative. Questa possibilità è condivisa dalle azioni a voto condizionato previste dall'art. 2351, secondo comma, c.c. e con riferimento alla condizione non meramente potestativa è possibile riaffermare quanto detto precedentemente: questa si concretizza in eventi futuri e incerti sufficientemente precisati nello statuto (ad esempio il superamento di un certo numero di soci o la mancata distribuzione di utili per un determinato numero di esercizi consecutivi) e l'evento condizionante non dovrà essere vincolato al *placet* di organi di gestione o di soci, al mero arbitrio degli organi deputati all'accertamento della condizione; se non previsti espressamente dallo statuto, i soggetti dell'accertamento saranno l'amministratore unico, il consiglio di amministrazione, il consiglio di gestione nel sistema dualistico e il presidente dell'assemblea nell'accertamento della regolarità della costituzione assembleare e della legittimazione dei presenti ai sensi dell'art. 2371 c.c.

Sul piano pratico, il verificarsi dell'evento dedotto in condizione attribuisce il diritto di voto plurimo che fino a quel momento non era consentito, pertanto deve ritenersi che la condizione descritta nell'art. 2351, quarto comma, c.c. sia sospensiva, sebbene sia pacificamente ammessa, in linea con il principio di atipicità del contenuto delle categorie speciali di azioni *ex art.* 2348, secondo comma, c.c., la previsione di condizioni risolutive¹⁵³ che, una volta verificatesi, determinano la caduta del voto potenziato e la conversione di tali azioni

¹⁵² Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 16. L'Autore mette in luce l'utilità di tale clausola nelle società a partecipazione mista, pubblica e privata, soprattutto nel caso in cui la componente pubblica risulti diversificata, potendo il diritto di nomina di una parte degli organi sociali essere esercitato con votazioni separate dell'assemblea speciale dei titolari delle azioni voto plurimo.

¹⁵³ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014, p. 63, in particolare nt. 171, in cui viene osservato che una condizione risolutiva che potrebbe determinare la conversione delle azioni a voto multiplo in azioni ordinarie potrebbe consistere nel venir meno della ragione economico-giuridica che ne giustificò l'introduzione, per esempio "la cessione del pacchetto di controllo o la morte del socio fondatore a cui favore erano state attribuite le azioni speciali a voto multiplo, il decorrere di un certo lasso di tempo (la società Groupon, ad esempio, ha fissato in 5 anni il periodo decorso il quale le azioni a voto multiplo dei soci fondatori si convertiranno in ordinarie)".

privilegiate nel voto in azioni ordinarie¹⁵⁴. Con riferimento al contenuto della condizione, l'evento potrebbe assumere connotati oggettivi, per esempio il venir meno del voto plurimo al trasferimento della partecipazioni di controllo, o soggettivi, per esempio la perdita del voto plurimo attribuito a dirigenti della società al momento della cessazione del rapporto di lavoro¹⁵⁵.

Il diritto in esame può scattare o cessare in maniera definitiva, temporanea o anche limitata ad un'unica assemblea e tali connotazioni temporali possono combinarsi con l'introduzione di clausole statutarie che, per esempio, prevedano congiuntamente condizioni per l'esercizio del voto plurimo su particolari argomenti¹⁵⁶, o clausole che prevedano un voto doppio per le deliberazioni dell'assemblee ordinarie o un voto triplo per quelle delle assemblee straordinarie, consentendo al voto plurimo di esprimersi nella maniera più variabile possibile col solo limite dei tre voti per azione¹⁵⁷.

¹⁵⁴ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 12, il quale afferma che “*pur in assenza di un'espressa previsione normativa, non sembrano sussistere ostacoli all'introduzione di clausole statutarie che prevedano, specularmente, categorie di azioni a diritto di voto originariamente plurimo, ma risolutivamente condizionato al verificarsi di una condizione, il cui accertamento determinerà pertanto il venir meno del privilegio (c.d. sunset clauses). (...) In tali ipotesi la compressione del diritto di voto potrà prodursi soltanto transitoriamente – per alcune assemblee o per un certo arco di tempo – ovvero potrà operare in via definitiva, determinando una vera e propria conversione in azioni a diritto di voto ordinario (e di regola propriamente ordinarie, salvo che siano assistite da privilegi o da altri diritti speciali)*”.

¹⁵⁵ Cfr. F. TASSINARI, (nt. 48), p. 27 s., in cui l'autore, inoltre, ritiene che la condizione, sia essa risolutiva o sospensiva, “*possa operare anche selettivamente all'interno della categoria di azioni, purché si tratti di evento inerente alle vicende oggettive del relativo titolare, come nel caso di cui all'art. 127-quinquies stesso*”.

¹⁵⁶ Cfr.: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 11 ss.; M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 934 s.

¹⁵⁷ Cfr.: F. TASSINARI, (nt. 48), p. 27, in particolare nt. 14; CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 48/2014, Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti* il quale afferma che: “*1) E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, subordinandolo alla condizione che i titolari di tali azioni abbiano conservato continuativamente il possesso delle stesse per un arco temporale minimo, la cui durata è liberamente determinabile dallo statuto. 2) E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo, contempra il diritto dei titolari di tali azioni di rinunciare al voto plurimo in occasione di ogni assemblea, prevedendo che, in caso di mancata rinuncia, le azioni per le quali sia stato esercitato il diritto di voto plurimo siano intrasferibili per un certo arco temporale, decorrente dalla data dell'assemblea, la cui durata non può superare cinque anni. 3) E' legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che, nel riconoscere il diritto di voto plurimo ad una categoria di azioni, preveda la loro conversione in azioni senza voto in caso di alienazione delle stesse; lo statuto dovrà, in tal caso, prevedere appositi meccanismi diretti a garantire che almeno la metà delle azioni sia rappresentato da azioni a voto unitario o plurimo*”.

3.1 Le maggioranze richieste per l'introduzione delle azioni a voto plurimo e la determinazione dei *quorum* assembleari: la massima n. 144 del consiglio notarile di Milano.

L'istituto delle azioni a voto plurimo, in quanto strumento idoneo ad alterare gli equilibri di *corporate governance* in virtù dell'attribuzione di un potere deliberativo più che proporzionale al capitale conferito, ha indotto il legislatore a identificare una regolamentazione specifica circa l'introduzione e le maggioranze richieste per le azioni a voto plurimo.

L'art. 212 disp. att. c.c., come sostituito dalla l. n. 116/2014, dispone che *"le deliberazioni di modifica dello statuto di società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014 con cui è prevista la creazione di azioni a voto plurimo ai sensi dell'articolo 2351 del codice sono prese, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea"*.

La norma citata rappresenta una disposizione a carattere transitorio prevista per quelle società chiuse costitutesi prima della riforma del 2014, cioè iscritte nel registro delle imprese al 31 agosto 2014 e alle quali l'applicazione dell'istituto era vietata dal codice civile del 1942.

Attualmente nelle società chiuse, per inserire la clausola statutaria che prevede la creazione di azioni a voto multiplo, si dovrà derogare ai *quorum* tipici previsti per l'assunzione delle deliberazioni concernenti la modificazione dello statuto (di cui all'art. 2368, secondo comma, c.c.¹⁵⁸ e art. 2369, terzo comma, c.c.¹⁵⁹) poiché è stabilito che, anche in prima convocazione, è necessario il voto favorevole di almeno

¹⁵⁸ Art. 2368, secondo comma, c.c.: *"L'assemblea straordinaria delibera con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale, se lo statuto non richiede una maggioranza più elevata. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea"*.

¹⁵⁹ Art. 2369, terzo comma, c.c.: *"In seconda convocazione l'assemblea ordinaria delibera sugli oggetti che avrebbero dovuto essere trattati nella prima, qualunque sia la parte di capitale rappresentato [dai soci partecipanti], e l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea"*. Art. 2369, quarto comma, c.c.: *"Lo statuto può richiedere maggioranze più elevate, tranne che per l'approvazione del bilancio e per la nomina e la revoca delle cariche sociali"*.

i due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea¹⁶⁰. L'obiettivo perseguito dal legislatore è quello di tutelare la minoranza di fronte a deliberazioni particolarmente sensibili e delicate attraverso l'imposizione di *quorum* rafforzati “*al fine di limitare, già in astratto, un ricorso all'istituto orientato a perseguire interessi particolari dei soci rappresentanti l'attuale maggioranza, anziché l'interesse sociale*”¹⁶¹, in altri termini impedendo che tali decisioni vengano assunte con consensi non elevati.

Ai sensi dell'art. 2365, primo comma, c.c.¹⁶², l'assemblea straordinaria è competente a deliberare sulle modificazioni statutarie (oltre che sulla nomina, sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su tutte le altre materie che la legge attribuisce alla sua competenza) e nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, normalmente, in prima convocazione, l'assemblea “*delibera con il voto favorevole di più della metà del capitale sociale*”¹⁶³ se lo statuto non richiede maggioranze più elevate. Da ciò si evince che il *quorum* costitutivo, in prima convocazione, corrisponde a più della metà del capitale sociale, mentre in seconda convocazione “*l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea*”¹⁶⁴.

La norma transitoria, letteralmente interpretata, non dovrebbe riferirsi al *quorum* costitutivo, bensì al quoziente deliberativo (come si intuisce dal sintagma “*sono prese*”); la disposizione andrebbe applicata solo “in aumento” a confronto con la disciplina suppletiva legale che dovrebbe applicarsi senza la norma in esame, essendo privo di logica che la finalità garantista della norma possa giustificare una

¹⁶⁰ Cfr. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1054, in particolare nt. 17, in cui si afferma che “*si tratta della deliberazione che modifica lo statuto, introducendo la previsione dell'emettibilità delle azioni a voto plurimo; e non della deliberazione (coeva o successiva all'introduzione della modifica statutaria) che consente l'emissione delle azioni a voto plurimo, la quale resta adottabile con le maggioranze previste, per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, dallo statuto o dalla legge*”.

¹⁶¹ F. TASSINARI, (nt. 48), p. 29.

¹⁶² Art. 2365, primo comma, c.c.: “*L'assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dello statuto, sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia attribuita dalla legge alla sua competenza*”.

¹⁶³ Cfr. nt. 158.

¹⁶⁴ Cfr. nt. 159.

semplificazione dei *quorum* assembleari; perciò, come osservato in dottrina, ai fini della validità assembleare sarà necessario che l'assemblea straordinaria, in prima convocazione, sia composta da azionisti titolari della metà del capitale sociale e che alla deliberazione relativa all'introduzione delle azioni a voto plurimo sia favorevole almeno la metà del capitale sociale rappresentante altresì i due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea (per la seconda convocazione dell'assemblea straordinaria di società chiuse si applicherà la disciplina prevista dall'art. 2368, terzo comma, c.c.).

Il *quorum* dovrebbe computarsi non più sul capitale rappresentato in assemblea ma al “numero di voti portati da capitale rappresentato in assemblea rispetto al totale del numero dei voti portati dall'intero capitale sociale”¹⁶⁵ e proseguendo su questa linea, per capitale dovrebbe intendersi “la somma dei voti e su questa base si calcolano le aliquote di capitale volta a volta necessarie”¹⁶⁶.

Ad avvalorare le tesi che impongono di tener conto del voto plurimo nel calcolo dei *quorum* assembleari ¹⁶⁷ (soprattutto di quello costitutivo), soggiungono alcune considerazioni di non poco conto, invero, se si pensa che: da un lato, se così non fosse - se cioè il *quorum* costitutivo non abbracciasse il voto plurimo - potrebbe rivelarsi meno difficile adottare deliberazioni in sede di assemblea straordinaria piuttosto che ordinaria, dato che la maggioranza assoluta favorevole (50% + 1) necessaria per la validità della deliberazione di competenza dell'assemblea straordinaria sarebbe sufficiente, a differenza della metà più uno richiesta per il *quorum* deliberativo della ordinaria, la quale invece abbisognerebbe anche della metà del capitale sociale affinché possa regolarmente costituirsi (condizione non richiesta

¹⁶⁵ Cfr.: F. TASSINARI, (nt. 48), p. 30. L'autore, inoltre, afferma che in materia di computo dei quozienti, una volta entrate a regime le azioni a voto plurimo, dovranno essere reinterpretate gli artt. 2368 e 2369 alla luce della rilevanza del voto aggiuntivo nel calcolo dei *quorum* costitutivi e deliberativi; v. anche C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1075.

¹⁶⁶ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, (nt. 116), p. 9.

¹⁶⁷ Sul tema, cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1056 s., in cui viene sostenuto che i *quorum* costitutivi e deliberativi dovrebbero essere tarati non sul capitale a prescindere dal voto ma sul capitale complessivo dotato del diritto di voto poiché se il voto plurimo non pesasse sui quozienti assembleari perderebbe rilevanza: con un esempio numerico, se una società avesse emesso 100 azioni, delle quali 20 attribuiscono due voti, la maggioranza del 51% si raggiunge con la titolarità di 61 voti su 120 (ovvero col possesso di 20 azioni a voto doppio + 21 ordinarie).

invece per le prime convocazioni della speciale in cui il *quorum* costitutivo è stabilito in relazione al quoziente deliberativo); se la maggioranza assoluta è sufficiente per la validità della deliberazione dell'assemblea straordinaria in prima convocazione, potrebbe non esserlo in seconda convocazione, nella circostanza in cui alla metà più uno non corrispondesse oltre un terzo del capitale sociale per la regolare costituzione dell'assemblea. In questo caso il *quorum* previsto per la seconda convocazione sarebbe superiore a confronto con quello previsto per la prima convocazione.

Dall'altro lato, se si considera che: dal calcolo del *quorum* costitutivo, ai sensi dell'art. 2368, primo e terzo comma, c.c., sono escluse le azioni prive programmaticamente del diritto di voto (come le azioni senza diritto di voto) ma non quelle dotate del diritto di voto che per ragioni contingenti non possono esprimere il voto in assemblea; l'art. 2358, quinto comma, c.c. prevede per le società cooperative che *“le maggioranze richieste per la costituzione delle assemblee e per la validità delle deliberazioni sono determinate dall'atto costitutivo e sono calcolate secondo il numero dei voti spettanti ai soci”*, non sembra irragionevole considerare quanto disposto dall'art. 127-*quinquies*, ottavo comma, t.u.f.¹⁶⁸ un principio generale e non eccezionale, nulla escludendo che si possa prevedere l'estromissione dal computo del *quorum* costitutivo dei voti plurimi, praticamente aumentandolo col rispetto dei limiti previsti dall'art. 2368 c.c. e 2369 c.c. Tale eventualità non sarebbe possibile se si aderisse alla tesi secondo la quale il voto plurimo non fosse da computare nei *quorum* assembleari poiché da ciò discenderebbe una non consentita riduzione del *quorum* costitutivo¹⁶⁹.

La questione è aperta, non è raro in dottrina imbattersi in opinioni discordanti¹⁷⁰ che considerano il voto plurimo rilevante sul solo *quorum* deliberativo, ritenendosi

¹⁶⁸ Art. 127-*quinquies*, ottavo comma, t.u.f.: *“Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale”*.

¹⁶⁹ Cfr.: B. MASSELLA DUCCI TERI, (nt. 82), p. 471 ss., in particolare nt. 17-18-19.

¹⁷⁰ Di diverso avviso, infatti, cfr.: N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto*, (nt. 3), par. 6. *Contra* anche: L. DE ANGELIS, *Voto multiplo, rischi di abuso della minoranza*, in *Italia Oggi*, 23.08.2014, p. 24; *Id*, *Voto plurimo, mano agli statuti*, in *Italia Oggi*, 1.09.2014, p. 18.

auspicabile un intervento del legislatore.

La norma transitoria, ad una accurata analisi circa l'intento di favorire o meno l'immissione dello strumento delle azioni voto potenziato nel circuito statutario, risulterà essere una norma agevolativa rispondente al primo obiettivo nel caso in cui, fatto il *quorum* costitutivo del 50% + 1 (*quorum* legale delle assemblee straordinarie in prima convocazione, come si desume dall'art. 2368, secondo comma, c.c.), intervenisse meno del 75% + 1 (meno dei due terzi del capitale sociale), viceversa sarà più rigorosa e rispondente al secondo obiettivo se partecipasse più del 75% più 1 (più dei due terzi del capitale sociale)¹⁷¹.

Per le società costituitesi dal 1° settembre 2014 si osservano le disposizioni codicistiche o statutarie, nulla ostando ad eventuali innalzamenti dei *quorum* previsti dall'art. 212 disp. att. c.c. o all'inserimento di clausole statutarie a contenuto cautelativo, come l'eventuale previsione del diritto di recesso a favore di tutti i soci che non abbiano preso parte alla deliberazione di introduzione delle azioni a voto multiplo¹⁷².

Sempre con riferimento a tali ultime deliberazioni, resta imprescindibile l'osservanza generale del principio della parità di trattamento di portata comunitaria¹⁷³, che fa propendere per l'esclusione della possibilità di convertire determinate categorie preesistenti selettivamente identificate in azioni a voto multiplo, o di prevedere tale beneficio esclusivamente a favore di alcuni soci predeterminati; sembra altresì doversi negare la possibilità di deliberare appositamente aumenti di capitale con destinazione delle azioni a voto plurimo di nuova emissione ad alcuni azionisti (o categorie speciali di azioni), poiché in tal

¹⁷¹ Cfr.: P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, (nt. 116), p. 9; C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1076; Cfr. P. ABBADESSA, (nt. 127), p. 6, in cui l'Autore ritiene che il legislatore non ha tenuto in debita considerazione la circostanza che, prevedendo il rapporto dei voti col capitale rappresentato in assemblea, l'effetto di tutela della minoranza si realizzi solo qualora si presentino al voto soci in misura superiore al 75% del capitale sociale altrimenti avendosi come conseguenza una riduzione dei consensi necessari, in contrasto apparente con le intenzioni del legislatore, salvo che quest'ultimo, con l'introduzione dell'art. 212. disp. att. c.c., abbia voluto offrire tutela ai soci dissenzienti ma, al medesimo tempo, attivi e presenti in assemblea.

¹⁷² Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 17, in particolare nt. 26.

¹⁷³ Art. 42 della direttiva 77/91/CEE (c.d. seconda direttiva): "Per l'applicazione della presente Direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche".

caso, a meno che la deliberazione non venisse adottata all'unanimità, verrebbero alterate opportunamente le posizioni rivestite dai singoli soci. Ciò non vale per quelle deliberazioni concernenti aumenti di capitale con emissione di azioni a voto plurimo offerte in sottoscrizione a dipendenti o ai sensi dell'art. 2441, quarto e quinto comma, c.c. In questo caso, l'esclusione o la limitazione del diritto di opzione riguarderebbe tutti gli azionisti in maniera proporzionale e verrebbe riconosciuto il diritto di recesso ai soci che non avessero concorso alla deliberazione ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c.), essendo sufficiente la percentuale rafforzata prevista dall'art. 212 disp. att. c.c.¹⁷⁴.

Se i *quorum* rafforzati designati dall'articolo da ultimo citato riguardano esclusivamente l'introduzione delle azioni a voto plurimo nelle società per azioni chiuse iscritte nel registro delle imprese al 31 agosto 2014, evidenti potrebbero risultare i rischi di abuso nei confronti dei soci da parte degli azionisti di controllo titolari di azioni a voto multiplo circa le deliberazioni riguardanti la vita della società. Supponendo che una minoranza azionaria costituita dal 26% fosse dotata del voto triplo, essa con 78 voti potrebbe influenzare e danneggiare gli altri soci in tutte le deliberazioni dell'assemblea ordinaria che delibera a maggioranza assoluta a meno che lo statuto non richieda maggioranze più elevate.

Questa minoranza, che di fatto agisce da maggioranza, potrebbe: deliberare la non distribuzione di dividendi a danno di soci bisognosi, costringendo così questi ad esercitare il diritto di recesso e farli uscire dalla società; deliberare positivamente sull'attribuzione di compensi sproporzionati al *management*, depauperando il patrimonio societario a pregiudizio degli altri soci; deliberare un aumento del capitale sociale preordinato alla diluizione della partecipazione degli altri soci non in grado di sottoscriverlo.

In queste operazioni, oltre alle difficoltà derivanti dall'accertamento degli intenti fraudolenti in questione, si rinviene la mancanza di disposizioni volte alla tutela delle minoranze assembleari, nonostante in giurisprudenza e dottrina sia pacificamente

¹⁷⁴ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 17

riconosciuta la fattispecie dell'abuso di maggioranza (ma anche di minoranza, come avviene nel caso della minoranza dotata del voto plurimo) che consente l'impugnazione, per tale motivo, delle delibere assembleari viziate¹⁷⁵.

Quanto detto finora circa il computo dei *quorum* assembleari e le azioni a voto potenziato risulta in sintonia con l'orientamento del Consiglio Notarile di Milano, il quale ha avuto modo di confrontarsi con l'istituto del voto plurimo.

Con specifico riferimento alle azioni a voto plurimo e al computo dei quozienti assembleari, non possiamo esimerci dal rammentare la Massima n. 144 del Consiglio Notarile di Milano pubblicata in data 19 maggio 2015, *“atta a verificare le regole del funzionamento dei quorum assembleari in considerazione del caleidoscopio di combinazioni azionarie e di attribuzione del voto cui la varietà di tali previsioni, nell'ambito della libera autonomia dei soci, potrà inevitabilmente dare luogo”*¹⁷⁶.

Nella massima è testualmente previsto che:

“In presenza di azioni a voto plurimo, a voto limitato o senza diritto di voto, ai fini del calcolo dei quorum richiesti dalla legge e dallo statuto per la costituzione dell'assemblea ordinaria e straordinaria e per l'assunzione delle relative deliberazioni, si computa il numero dei voti spettanti alle azioni e non il numero delle azioni o la parte di capitale da esse rappresentata, salva una diversa disposizione statutaria. In caso di azioni il cui diritto di voto è suscettibile di variazione in dipendenza di situazioni soggettive dell'azionista, si ritiene che: (i) ai fini del calcolo dei quorum il cui denominatore sia costituito dal capitale sociale "totale", si debba computare il numero dei voti spettanti a tutte le azioni emesse, al momento dell'assemblea, tenendo conto delle situazioni soggettive risultanti alla società in forza dei criteri applicabili a seconda delle tecniche di legittimazione e circolazione delle azioni di volta in volta applicabili; (ii) ai fini del calcolo dei quorum il cui denominatore sia costituito dal capitale sociale "rappresentato in

¹⁷⁵ L. DE ANGELIS, *Voto multiplo*, (nt. 170).

¹⁷⁶ C. CENGIA, F. FIANDACA, *Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari: la massima n. 144 del Consiglio Notarile di Milano*, 17-6-2015.

assemblea", si debba computare il numero dei voti effettivamente spettanti alle azioni intervenute in assemblea; il tutto fatto salvo il disposto degli artt. 2368, comma 3, e 2357-ter, comma 2, c.c."

Come rilevato da autorevole dottrina, se *"un problema assai delicato che si pone riguardo all'influenza delle azioni a voto plurimo sul funzionamento della società concerne il calcolo dei quorum"*¹⁷⁷ e considerando altresì *"l'impatto negativo sulla speditezza dei lavori dell'assemblea che si possono verificare ogniquale volta siano state emesse più categorie di azioni a voto plurimo, ciascuna delle quali dotata di un numero diverso di voti"*¹⁷⁸, la questione dei criteri di computo dei quozienti assembleari, sebbene in parte già affrontata nel precedente paragrafo, assume una rilevanza tale da meritare uno studio più accurato, condotto mediante l'analisi della massima notarile in esame, poiché da questa possiamo corroborare la conclusione dapprima sostenuta, ossia che, salva diversa disposizione statutaria, quanto disposto dall'art. 127-*quinquies*, t.u.f. abbia carattere generale e non eccezionale, applicabile quale principio per tutte le società in tutti i casi di computo dei *quorum* assembleari. La massima esprime una regola di adattamento al computo delle azioni e al calcolo dei *quorum* in tutti i casi in cui siano state emesse azioni a voto quantitativamente diverso (come avviene con le azioni a voto multiplo), e ribadisce *"la necessità – in tutti i casi di computo delle azioni, sia quando la base di calcolo è data dal capitale totale, sia quando essa è costituita dal capitale rappresentato - di sostituire il numero delle azioni con il numero dei voti ad esse spettanti"*¹⁷⁹. Per *"capitale totale"* assunto come base di calcolo - la quale si ottiene dal conteggio delle azioni e definita anche come denominatore, essendo invece numeratore il numero di azioni indispensabile per la costituzione e deliberazione - si intende *"il numero totale dei*

¹⁷⁷ P. ABBADESSA, (nt. 127), p. 10 ss. Sebbene l'Autore concordi con la massima notarile con riferimento al computo del calcolo del *quorum* deliberativo, è di avviso contrario riguardo il computo dei *quorum* costitutivi ritenendo ininfluenza il voto plurimo facendo leva sul silenzio legislativo a riguardo e sull'*"esigenza (...) di puntare su una disciplina dell'istituto meglio calibrata nella direzione di assicurare un riequilibrio dei rapporti di potere fra i soci"*.

¹⁷⁸ M. BIONE, *Il voto multiplo*, (nt. 80), p. 673.

¹⁷⁹ CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 144 – 19 maggio 2015, Azioni a voto "diverso" e quorum assembleari*.

voti spettanti alle azioni emesse al momento della riunione assembleare”¹⁸⁰, mentre nel caso di “capitale rappresentato” assunto come base di calcolo, si intende “il numero totale dei voti spettanti alle azioni intervenute”¹⁸¹ in assemblea. Il criterio del computo dei voti (e non delle azioni) è individuato come il ragionevole corollario dell’art. 2368, primo comma, c.c. dettato per le assemblee ordinarie: la rilevanza è tutta delle azioni con diritto di voto e non di quelle prive di tale diritto e tale regola può configurarsi pertanto come principio (peraltro ribadito dall’art. 127-*quinquies*, ottavo comma, t.u.f. seppur con riferimento al voto maggiorato per le società quotate) applicabile in tutte le ipotesi di computo dei quozienti assembleari in società il cui statuto devia dal principio “un’azione, un voto”, senza poter mai giungere, tuttavia, ad una riduzione dei *quorum* minimi legali¹⁸².

In conclusione, qualora la società soggiunga a variare in aumento o in diminuzione il peso del voto, si riconosce come introdotta una corrispondente modifica dello statuto che comporti l’adozione di un meccanismo di calcolo che tenga conto di tale variazione, sostituendo al capitale il numero dei voti totali o rappresentati in assemblea, a seconda dei casi previsti dalla legge¹⁸³.

Altra circostanza presa in considerazione dalla massima è quella del diritto di voto variabile “in dipendenza di situazioni soggettive dell’azionista”, che si verifica per esempio nell’ipotesi di un socio che detiene un pacchetto azionario la cui quantità di voti risulti scaglionata. Nel caso in cui la legge si riferisse al capitale rappresentato in assemblea, non sembrerebbero sorgere problemi specifici di computo, dato che gli organi preposti al controllo della legittimità dell’intervento sarebbero comunque in grado di venire a conoscenza del peso “soggettivo” del voto; nel caso in cui la legge

¹⁸⁰ *Ibidem*

¹⁸¹ *Ibidem*

¹⁸² Per “computo delle azioni” si intende il “conteggio del numero delle azioni sulle quali si deve poi calcolare il *quorum richiesto*” per la regolare costituzione dell’assemblea (*quorum costitutivo*) o ai fini della valida assunzione di una deliberazione (*quorum deliberativo*). Per “calcolo dei *quorum*” si intende invece la determinazione in concreto, di volta in volta, del numero di azioni o di voti favorevoli necessario per la costituzione assembleare o per la validità della deliberazione. Per “capitale totale” si intende il capitale sociale sottoscritto, e cioè il numero complessivo delle azioni emesse. Per “capitale rappresentato” si intende il capitale presente in assemblea, e cioè al numero di azioni per le quali è stato legittimamente esercitato il diritto di intervento. Per le considerazioni fin qui svolte, v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 144 – 19 maggio 2015*, (nt. 179).

¹⁸³ C. CENGIA, F. FIANDACA, (nt. 176).

facesse riferimento al capitale sociale complessivo, per la conoscenza della posizione soggettiva dei soci, oltre al richiamo alle “tecniche di legittimazione e circolazione delle azioni di volta in volta applicabili” (dematerializzazione, deleghe di voto, emissione di certificati azionari), sarebbe auspicabile che la società predefinisca modalità di comunicazione preventiva al fine di evitare ed ostacolare verifiche estemporanee¹⁸⁴.

3.2 Il diritto di recesso spettante ai soci dissenzienti.

Il diritto di recesso costituisce una prerogativa essenziale dei soci di minoranza. Essi sono garantiti dalla legge stessa nelle ipotesi in cui vengano adottate gravi deliberazioni modificative della struttura e dell'attività societaria. Tale tutela si attua mediante la previsione di cause di recesso, le quali, se verificatesi, consentono al socio di sciogliere il proprio rapporto con la società nei casi in cui non abbia concorso all'adozione delle deliberazioni suddette poiché assente, dissenziente o astenuto.

Se in passato, prima della riforma del 2003, la disciplina del recesso prevedeva solamente tre cause di recesso¹⁸⁵, attualmente l'art. 2437 c.c. assicura una difesa più adeguata alle esigenze del socio di minoranza, prevedendo numerose cause di recesso, tra le quali generalmente si fa distinzione in cause inderogabili dallo statuto (2437, primo e terzo comma c.c.), cause dispositive (previste in principio dall'art. 2437, secondo comma, c.c., ma) derogabili dallo statuto e cause di recesso statutarie per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2437, quarto comma c.c.).

¹⁸⁴ *Ibidem*

¹⁸⁵ Art. 2437 c.c., ante riforma del 2003: “I soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, o il trasferimento della sede sociale all'estero hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre, se queste sono quotate in borsa, o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio. La dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci intervenuti all'assemblea non oltre tre giorni dalla chiusura di questa, e dai soci non intervenuti non oltre quindici giorni dalla data dell'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese. È nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l'esercizio”.

Per quanto concerne la nostra trattazione sul voto plurimo, il riferimento d'obbligo va all'art. 2437, primo comma, lett. g), c.c. in cui si prevede che i soci che non hanno concorso alle delibere riguardanti le modificazioni concernenti il diritto di voto o di partecipazione possono esercitare il diritto di recesso anche per parte delle azioni, non potendo la maggioranza e il gruppo di comando pregiudicare con tali modificazioni le posizioni soggettive del singolo socio¹⁸⁶. La legge non dispone alcuna disciplina specifica dell'esercizio del diritto di recesso correlato all'introduzione delle azioni a voto plurimo.

La questione è dibattuta e controversa in dottrina, e si segue generalmente una linea di differenziazione tra due fattispecie: (i) l'introduzione di clausole statutarie che prevedono l'immistione del voto plurimo nel circuito societario nella fase di costituzione della società; (ii) l'introduzione di tali clausole *durante societate*. Nel primo caso si ritiene che il diritto di recesso non debba essere riconosciuto agli azionisti in quanto questi hanno approvato e consentito *ab origine* che ad una o alcune categorie speciali di azioni fosse attribuito un maggior peso nel voto. *"I soci accettano fin dall'inizio una eventuale posizione differenziata in capo ad alcuni di loro, posizione nella quale non vi è proporzionalità tra rischio e potere"*¹⁸⁷ e ciò anche quando fosse posticipato l'inserimento della clausola (che si concretizza nella deliberazione, da parte dell'assemblea straordinaria, di aumento di capitale sociale mediante l'emissione di azioni a voto plurimo) ad un momento successivo alla costituzione.

Ai soci dissenzienti che non concorreranno all'adozione della deliberazione citata non dovrebbe essere riconosciuto il diritto di recesso poiché edotti della portata della deliberazione e del suo accadimento futuro sin dal momento della costituzione della società¹⁸⁸. In quest'ultimo caso, e anche nel caso di aumento di capitale mediante emissione di azioni a voto multiplo delegato all'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2443, primo e secondo comma, c.c.¹⁸⁹ (ove il diritto di recesso non dovrebbe

¹⁸⁶ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 508 s.

¹⁸⁷ C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1075.

¹⁸⁸ Cfr. M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 936.

¹⁸⁹ Art. 2443, primo e secondo comma, c.c.: *"Lo statuto può attribuire agli amministratori la facoltà di*

essere riconosciuto *“in forma evidentemente extra assembleare, poiché non vi è alcun consesso assembleare da svolgere in tale evenienza”*¹⁹⁰), è *conditio sine qua non* che il contenuto della delega sia descritto in maniera tale da non far sorgere alcun dubbio e che venga esattamente definito l’ammontare o il limite massimo e le modalità di emissione delle azioni a voto plurimo, il numero di voti da attribuire (nel limite di 3 voti), le regole e i criteri di circolazione e di determinazione del prezzo, i tempi, l’organo competente per l’emissione¹⁹¹.

Nel secondo caso, ovvero nel caso di introduzione di tale clausola nel corso della vita societaria, il dibattito dottrinale si fa ancora più acuto: una prima opinione ritiene la clausola alteratrice delle norme organizzative del diritto di voto e dunque, posti di fronte ad una modificazione statutaria che incide sul diritto di voto e di partecipazione variando gli assetti interni, sarà necessario, oltre all’osservanza delle maggioranze prescritte dall’art. 212 disp. att. c.c., il riconoscimento del diritto di recesso per tutte le azioni o una parte del pacchetto azionario detenuto in capo ai soci che non abbiano concorso alla deliberazione¹⁹².

Altre autorevoli opinioni si muovono invece in direzione opposta, affermando che la delibera che introduce nello statuto la mera possibilità di emissione delle azioni a voto plurimo non comporti in nessun caso il diritto di recesso per mancanza di incidenza diretta e negativa sui diritti di voto e di partecipazione, anche nel caso della successiva deliberazione di emissione delle azioni a voto multiplo, e ciò *“non per il difetto di incidenza negativa diretta nel voto, ma per la sussistenza solo di una incidenza indiretta. Non sussiste recesso così come non sussiste recesso in capo agli*

aumentare in una o più volte il capitale fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni dalla data dell’iscrizione della società nel registro delle imprese. Tale facoltà può prevedere anche l’adozione delle deliberazioni di cui al quarto e quinto comma dell’articolo 2441; in questo caso si applica in quanto compatibile il sesto comma dell’articolo 2441 e lo statuto determina i criteri cui gli amministratori devono attenersi. La facoltà di cui al secondo periodo del precedente comma può essere attribuita anche mediante modificazione dello statuto, per il periodo massimo di cinque anni dalla data della deliberazione”.

¹⁹⁰ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1054.

¹⁹¹ *Ivi*, p. 1053. L’autore inoltre afferma che qualora la futura emettibilità delle azioni a voto plurimo venga solo programmata, gli equilibri interni non verrebbero intaccati, avvenendo ciò soltanto al momento della effettiva emissione e, pertanto, il diritto di recesso non dovrebbe essere riconosciuto. Ma, a ben vedere, l’evento richiamato rientra tra le *“modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione”*, quindi tra gli eventi ai quali la legge riconnette, al loro verificarsi, il diritto di voto.

¹⁹² Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 153), p. 54.

azionisti ordinari in caso di emissione di azioni privilegiate (l'incidenza sul diritto di partecipazione, infatti, è equiparata a quella del voto)"¹⁹³. Seguendo tale impostazione, verrebbe fatto salvo il diritto di recesso solo nei casi in cui l'eliminazione o il deterioramento delle azioni a voto plurimo, costituendo una categoria, richiedesse "il voto dell'assemblea speciale con conseguente recesso per chi non concorre ad approvare nell'assemblea speciale tale delibera"¹⁹⁴.

Le azioni a voto multiplo, ai sensi dell'art. 2441, primo comma, c.c., dovranno essere offerte in opzione a tutti gli azionisti, costituendo il diritto di opzione "il diritto dei soci attuali di essere preferiti ai terzi nella sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale"¹⁹⁵.

Questo diritto consente al socio di conservare la propria posizione in relazione alla partecipazione al capitale e al patrimonio sociale e, specificatamente, mantenendo inalterato il proprio "peso sociale" circa la formazione della volontà assembleare, esternata nelle deliberazioni sociali. Tuttavia in questo caso non si percepirebbe l'utilità di sottoscrizioni da parte dei soci visto che "l'entità della loro quota di voto appunto non cambierebbe"¹⁹⁶ ed è dubbio se il diritto di recesso possa sorgere in

¹⁹³ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, (nt. 116), p. 10. Si consiglia, con particolare enfasi, la lettura di M. LIBERTINI, C. ANGELICI, *Un dialogo su voto plurimo*, (nt. 114), p. 1 ss. Gli Autori, nel contesto di autorevolissimo scambio epistolare, pongono a confronto le proprie ideologie relative ai temi argomentati nel titolo richiamato. Libertini è favorevole ad un'interpretazione estensiva dell'art. 2437 lettera g) e cioè riconoscendo il diritto di recesso tanto nelle "ipotesi di modificazione, in via generale e astratta, delle regole statutarie sui diritti di voto e di partecipazione (...), quanto le modificazioni statutarie che comportino un'alterazione in pejus del peso relativo dei diritti di voto o di partecipazione dell'azionista assente o dissenziente" e, di conseguenza ritendo ammissibile il diritto di recesso nel caso di "introduzione ex novo nello statuto della possibilità di emettere azioni a voto plurimo" senza importanza della consequenziale deliberazione di aumento di capitale; Angelici propone invece una lettura restrittiva di tale articolo, qualificandolo come una disposizione riguardante "la disciplina statutaria del diritto di voto in quanto tale e non del modo in ciò è ripartito fra gli azionisti o altri", l'emissione di azioni a voto plurimo non rientrando così nell'ambito applicativo dell'articolo citato, quantomeno nel caso di aumento di capitale, poiché ritiene che nel caso di conversione parziale delle azioni preesistenti ci si immetta nel sentiero presidiato dall'art 2377 c.c., e cioè dell'annullabilità delle deliberazioni illegittime, perché violano il principio della parità di trattamento. Per una più ampia ricognizione rinvio ad una lettura attenta dell'opera.

¹⁹⁴ P. MARCHETTI, *Commento all'art. 20*, (nt. 116), p. 10

¹⁹⁵ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 520. L'Autore illustra la funzione amministrativa del diritto di opzione, affiancandogli anche la funzione patrimoniale che consiste "nel mantenere inalterato il valore reale della partecipazione azionaria in presenza di riserve accumulate (...) valore che invece si ridurrebbe qualora le azioni fossero sottoscritte da terzi ad un prezzo inferiore al valore effettivo delle azioni già in circolazione".

¹⁹⁶ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1055.

capo agli azionisti che non esercitino il diritto di opzione nonostante lo statuto lo riconosca per tutti¹⁹⁷.

Nel caso di limitazione o di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, c.c., il quale non prevede più, per effetto dell'art. 2, d. lgs. 11 ottobre 2012, n. 184, le parole "*approvata da tanti soci che rappresentino la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima*", alcuni studiosi hanno ritenuto di estendere la disciplina dei *quorum* rafforzati prevista dall'art. 212 disp. att. c.c. alle deliberazioni di limitazione e esclusione del diritto di opzione connesso all'emissione di azioni. L'obiettivo sarebbe quello di riesumare in qualche modo quanto soppresso dalla legge e di impedire la formazione di un consenso non elevato su decisioni che influenzano la posizione del socio negli assetti interni¹⁹⁸.

Ciononostante, sembrerebbe più ragionevole, di fronte alla non modificata disciplina legale concernente la costituzione dell'assemblea e la validità delle deliberazioni (art. 2368 c.c. e ss.), ritenere applicabile quest'ultima per due ragioni: *in primis*, il legislatore si è occupato esplicitamente dei *quorum* assembleari necessari per l'emissione di azioni a voto plurimo; *in secundis*, tale interpretazione sarebbe coerente "*con lo schema e con lo spirito delle novità introdotte, anche considerando che la deliberazione di aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo con limitazione ed esclusione del diritto di opzione consegue, comunque, ad una clausola statutaria, introdotta in sede di costituzione o, successivamente, in sede modificativa*"¹⁹⁹ adottata seguendo i canoni dell'assoluta precisione e i quozienti rafforzati del 212 disp. att. c.c. (quest'ultimo sempre con riferimento alle società iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014) a tutela della minoranza.

Dal quadro delineato potrebbe osservarsi che le azioni a voto plurimo caratterizzeranno generalmente il momento della costituzione della società. Con

¹⁹⁷ Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 18. L'Autore ritiene che i dubbi in materia possano essere eliminati *in radice da apposite clausole statutarie*.

¹⁹⁸ Cfr.: M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 932 ss.; B. MASSELLA DUCCI TERI, (nt. 82), p. 470

¹⁹⁹ C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1076

riguardo alle società già esistenti, invece, tali azioni rivestiranno un ruolo più efficiente in quelle a socio unico o ad azionariato ristretto (le imprese a controllo familiari per esempio), le quali avranno più incentivi ad inserire tali clausole *durante societate* per vari ordini di ragioni: la facilità di raggiungimento dei *quorum* assembleari per l'introduzione; lo scarso impatto finanziario conseguente all'eventuale diritto di recesso esercitato da qualche socio; la cristallizzazione del controllo in mano alla famiglia o discendenti dotati di particolare *verve* amministrativa²⁰⁰.

3.3 La sorte delle azioni a voto plurimo in caso di quotazione della società.

Ai sensi dell'art. 127-*sexies*, primo comma, t.u.f. *“in deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo”*. Alle società quotate è preclusa l'emissione di azioni a voto plurimo *ex novo* dopo la quotazione²⁰¹.

L'art. 127-*sexies*, t.u.f., inserito dall'art. 20 del d.l. n. 91 del 24.6.2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116 dell'11.8.2014, prevede nel suo secondo comma la c.d. ultrattività delle azioni a voto multiplo emesse anteriormente alla quotazione²⁰², stabilendo che *“le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a)*

²⁰⁰ Sull'argomento v. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 153), p. 53 ss.; C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1074 ss.

²⁰¹ Sulle ragioni del mantenimento del divieto di emissione di azioni a voto plurimo *ex novo* per le società quotate v.: E. MARCHISIO, *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o trucage di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p. 78, in particolare p. 80 ss.; F. TASSINARI, (nt. 48), p. 24.

²⁰² Cfr. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto*, (nt. 79), p. 19.

aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione". Quest'ultime costituiscono le uniche due circostanze in cui è ammessa l'emissione di nuove azioni a voto multiplo *post* quotazione, sempreché lo statuto non disponga diversamente.

La finalità è quella di tutelare e conservare i diritti acquisiti *ante* quotazione mantenendo immutato il privilegio dei soci titolari di azioni privilegiate nel voto e consentendo al voto plurimo di esplicare i suoi effetti senza alterazione del rapporto tra le categorie speciali di azioni. E' stata quindi perseguita l'esigenza di contemperare la preclusione di emissione di azioni a voto plurimo *post* quotazione con l'ipotesi non utopistica di successivi aumenti di capitale che, non affiancati dall'emissione di azioni a voto plurimo nuove, avrebbero stemperato il valore e il potere di incidenza delle azioni potenziate già esistenti nelle decisioni societarie²⁰³. Nonostante in questi casi (aumento gratuito di capitale, aumento mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione, fusione o scissione) la legge non contempra, anzi vieta, la convivenza col diritto di voto maggiorato previsto per singole categorie di azioni - l'art. 127-*sexies*, terzo comma, t.u.f, infatti, dispone che *"nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127-quinquies"* - l'impiego di azioni a voto multiplo trova linfa vitale in un assetto societario interno (quello delle società le cui partecipazioni sono negoziate in mercati regolamentati) in cui normalmente è vietata l'introduzione *ex novo* di tale strumento finanziario²⁰⁴.

A differenza delle azioni a voto maggiorato tipiche delle società quotate, le azioni a voto multiplo possono attribuire fino a un massimo di tre voti (non due come per le

²⁰³ Cfr. P. ABBADESSA, (nt. 127), p. 12.

²⁰⁴ E' interessante osservare la posizione di studiosi che interpretano l'art. 127-*sexies*, terzo comma, t.u.f in senso più che liberale, affermando che *"in presenza di azioni a voto plurimo, queste ultime non possano beneficiare di alcuna ulteriore maggiorazione del voto, rimanendo, tuttavia, possibile la maggiorazione del voto per i titolari delle altre azioni"* nonostante la presenza di azioni a voto plurimo facendo leva sulla circostanza che la maggiorazione potrebbe invece equilibrare e livellare la posizione di sfavore dei soci stabili rispetto ai soci già dotati del voto multiplo. In tal senso cfr. E. MARCHISIO, *La "maggiorazione del voto"*, (nt. 201), p. 113.

loyalty shares) e non sottostanno ad alcun vincolo temporale collegato alla titolarità dell'azione (come previsto per le *loyalty shares*)²⁰⁵.

L'azione a voto plurimo non rappresenta un freno alla quotazione delle società che intendono aprirsi in tal senso, ma *“la stessa norma potrebbe prestarsi anche ad un uso non conforme allo spirito della modifica e consentire una emissione effettuata a ridosso della quotazione proprio per trasformare il potere di alcuni soci in vista della stessa”*²⁰⁶.

In termini concreti, si potrebbe immaginare che una società non quotata, al cui controllo siano preposti i soci fondatori in possesso di azioni a voto plurimo, abbia bisogno di capitale fresco e decida di rivolgersi al mercato regolamentato quotando solo le azioni ordinarie e conservando quelle a voto plurimo. Il socio fondatore di maggioranza potrebbe pertanto vendere azioni ordinarie (ad un prezzo di collocamento più basso, vista la struttura *dual class* della società) conservando il controllo dell'impresa, ma *“internalizzerebbe completamente i costi legati alla presenza di azioni a voto plurimo, poiché potrebbe raccogliere sul mercato risorse inferiori a quelle che avrebbe raccolto se la società non avesse deviato dal principio di proporzionalità e poiché subirebbe una riduzione del valore delle azioni ordinarie eventualmente detenute in portafoglio”*²⁰⁷. Ciò detto, la disciplina attuale rappresenta comunque un formidabile vantaggio per chi è titolare di azioni a voto plurimo in virtù delle differenze con le azioni a voto maggiorato e per la circostanza che le azioni a voto multiplo non possono essere emesse *post* quotazione (fatti salvi i casi previsti dell'art. 127-*quinquies*, secondo comma, t.u.f). Tuttavia, è possibile intravedere una sorta di *“operazione maliziosa”*²⁰⁸ del legislatore che ha, da un lato,

²⁰⁵ Cfr. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, II-III, p. 448, par. 1.2, in cui l'Autore analizza le conseguenze dell'incompatibilità tra azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato in relazione alle scelte della società nei casi in cui questa abbia, prima della quotazione, emesso azioni a voto plurimo. In questo caso, qualora la società abbia intenzione di mantenere azioni a voto plurimo, la maggioranza non opererà. Viceversa, qualora la società intenda avvalersi del voto maggiorato, le azioni a voto plurimo andranno convertite in ordinarie sempreché vi sia il voto favorevole dell'assemblea speciale e salvo il probabile diritto di recesso degli azionisti della categoria.

²⁰⁶ C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1077 ss.

²⁰⁷ M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 949 s.; Sul tema si veda S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 153), p. 55 ss.

²⁰⁸ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1060.

mantenuto le azioni privilegiate nel voto emesse prima della quotazione per evitare un'espropriazione inammissibile di diritti acquisiti e dall'altro lato, corredato la fattispecie in esame di *“evidenti spunti di anomalia se l'introduzione del voto plurimo in una società chiusa sia organizzata ad arte, e cioè solo in vista della sua quotazione, e quindi per essere servente al mantenimento del potere decisionale dei soci beneficiati dal voto plurimo anche post quotazione”*²⁰⁹.

L'art. 127-*sexies*, quarto comma, t.u.f prevede che *“ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo”*. Il legislatore ha escluso espressamente che si ricorra all'art. 2376 c.c. - ovvero all'assemblea speciale degli azionisti di categoria (in questo caso i titolari di azioni a voto plurimo) quale rimedio tipico ai pregiudizi subiti dalla collettività di cui il consesso è voce - qualora la società, nell'occasione di aumento di capitale sociale gratuito o a pagamento senza esclusione o limitazione del diritto di opzione, non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo allo scopo di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni. In questi casi, autorevole dottrina ha asserito l'esclusione del diritto di recesso in capo ai soci appartenenti alla categoria speciale che ha subito la diluizione poiché, nonostante vi sia un pregiudizio a danno dell'intera categoria dei soci voto plurimo, non si rientra nelle ipotesi contemplate dall'art. 2437, primo comma, lett g), c.c., in quanto *“la deliberazione ipotizzata non altera né i diritti di voto, né i diritti di partecipazione dell'azionista (...) sicché – se il legislatore ha espressamente escluso il rimedio tipico per il pregiudizio collettivo (l'assemblea speciale) – a maggior ragione dovrebbe ritenersi escluso un diritto di recesso”*²¹⁰.

²⁰⁹ *Ibidem*

²¹⁰ Cfr. P. ABBADESSA, (nt. 127), p. 12-13.

3.4 La rilevanza delle azioni a voto plurimo in relazione alle offerte pubbliche di acquisto.

Il d.l. n. 91/2014 ha apportato rilevanti modifiche anche in materia di offerte pubbliche di acquisto²¹¹. Ai fini di analisi delle azioni a voto plurimo, risulta necessario muovere le nostre considerazioni partendo da un livello più alto, ossia dall'indicazione fornitaci dalla direttiva 2004/25/CE (c.d. direttiva OPA), secondo la quale *“i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9”* e *“quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione. A tal fine, l'offerente deve avere il diritto di convocare un'assemblea generale a breve termine, a condizione che questa assemblea non si tenga meno di due settimane dopo la sua notifica”*, rispettivamente terzo comma, ultimo periodo e quarto comma dell'art. 11 della direttiva citata²¹².

²¹¹ Cfr.: G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 259 ss. L'Autore definisce l'opa *“una proposta irrevocabile rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari di prodotti finanziari che ne formano oggetto”* ed è finalizzata al loro acquisto; v. anche G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, V, p. 739 s., il quale afferma che *“nelle società ad azionariato diffuso le opa sono (o almeno dovrebbero essere) dirette a creare valore per gli azionisti della società acquirente e per quelli della società bersaglio. Infatti se esse sono generalmente motivate dalla ricerca di situazioni nelle quali il valore azionario delle due società (l'acquirente e la target) messe insieme supera (la somma de) i valori azionari di ciascuna società prima dell'operazione”*. Questo incremento può per esempio derivare dalla combinazione di due imprese che operano nel medesimo settore conducendo ad economie di scala, o ancora possono derivare dalle maggiori virtù imprenditoriali del management di una delle società coinvolte portando ad un aumento dei diritti di cassa.

²¹² L'art. 11 della direttiva 2004/25/CE dispone che: *“Fermi restando gli altri diritti e gli obblighi previsti dal diritto comunitario per le società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, gli Stati membri provvedono a che si applichino le norme di cui ai paragrafi da 2 a 7 quando un'offerta è stata resa pubblica. Tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste nello statuto della società emittente non si applicano nei confronti dell'offerente durante il periodo, previsto dall'articolo 7, paragrafo 1, entro il quale l'offerta deve essere accettata. Tutte le restrizioni al trasferimento di titoli previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione*

Generalmente, e limitandoci ad una brevissima definizione, attraverso lo strumento della direttiva, le istituzioni comunitarie fissano un obiettivo da perseguire rimettendo allo Stato la decisione circa le scelte delle modalità e dei mezzi per conseguire l'obiettivo vincolante prefissato dalla Comunità²¹³.

Il legislatore italiano del decreto sembra aver dato respiro a tali disposizioni prevedendo, in armonia con quanto stabilito a livello europeo e con qualche aggiustamento, con l'art. 20 del d.l. n. 91 del 24.6.2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116 dell'11.8.2014, che *“nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. Nelle medesime assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati*

della presente direttiva non si applicano nei confronti dell'offerente durante il periodo, previsto dall'articolo 7, paragrafo 1, entro il quale l'offerta deve essere accettata. Le restrizioni al diritto di voto previste nello statuto della società emittente non hanno effetto nell'assemblea generale che decide su misure di difesa eventuali conformemente all'articolo 9. Le restrizioni al diritto di voto previste in accordi contrattuali tra la società emittente e possessori di titoli di questa società o in accordi contrattuali tra possessori di titoli della società emittente conclusi dopo l'adozione della presente direttiva, non hanno effetto nell'assemblea generale che decide eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. I titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione. A tal fine, l'offerente deve avere il diritto di convocare un'assemblea generale a breve termine, a condizione che questa assemblea non si tenga meno di due settimane dopo la sua notifica. Quando si sopprimono diritti sulla base dei paragrafi 2, 3 o 4 e/o dell'articolo 12 è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti. Le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento sono fissate dagli Stati membri. I paragrafi 3 e 4 non si applicano ai titoli quando le restrizioni ai diritti di voto sono compensate con vantaggi pecuniari specifici. Il presente articolo non si applica quando gli Stati membri detengono titoli nella società emittente che conferiscono allo Stato membro speciali diritti compatibili con il trattato, ai diritti speciali previsti dagli ordinamenti nazionali, che sono compatibili con il trattato, e alle cooperative”.

²¹³ La direttiva è un atto comunitario attraverso il quale viene posto a carico dello Stato o degli Stati ai quali si rivolge, un obbligo di attuazione, quest'ultimo da affrontare con forme e mezzi compatibili con gli altri obblighi posti dal TUE. Essa si differenzia dal regolamento in quanto, mentre quest'ultimo si applica uniformemente a tutti i territori della Comunità ed ha un'efficacia obbligatoria incidendo sulle posizioni giuridiche in tutti i suoi elementi, la direttiva non ha una portata generale pari a quella del regolamento (nonostante esistano le “direttive generali” riferibili a tutti gli Stati Membri), rivolgendosi, al contrario, ai destinatari solamente per quanto riguarda lo scopo. Cfr. P. MENGOZZI, *Istituzioni di diritto comunitario e dell'Unione Europea*, Padova, Cedam, 2003, p. 153 ss.

ai sensi dell'articolo 127-quinquies"²¹⁴ e "quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto; b-bis) le maggiorazioni di voto spettanti ai sensi dell'articolo 127-quinquies"²¹⁵.

Con l'attuazione della XIII direttiva²¹⁶ ad opera del d. lgs. n. 229/2007 - che aveva reso imperativa la regola di neutralizzazione (*breakthrough rule*) - e con la successiva riforma attuata mediante l'emanazione del d.l. n. 185/2008 e d. lgs. n. 146/2009 - che invece lascia possibilità di scelta agli statuti circa il regime della regola suddetta - l'ambito di applicazione della neutralizzazione delle misure di difesa preventive nelle società quotate contro le opa ostili²¹⁷ si concretizza in regole incidenti da un lato, sullo svolgimento dell'opa (il riferimento va: all'inefficacia di

²¹⁴ Art. 104-bis, secondo comma, t.u.f.

²¹⁵ Art. 104-bis, terzo comma, t.u.f.

²¹⁶ Sul dibattito precedente il 2007 circa la tredicesima direttiva, sulle difese che le società bersaglio possono apprestare prima di o durante una scalata ostile, sulle barriere tecniche, strutturali e sulle strategie difensive della società bersaglio, sulla regola di neutralizzazione, sulla proposta della regola di *breakthrough* da parte del Gruppo Winter nel 2002, il quale prevedeva la sottoposizione alla neutralizzazione del voto limitato, voto plurimo o doppio, azioni senza voto, diritti di voto attribuiti a capitale non di rischio e i limiti all'esercizio di diritti amministrativi, concernenti la nomina di amministratori e le modifiche statutarie e sulle relative critiche, v.: G. FERRARINI, "Un'azione - un voto": un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, I, p. 24 ss.; G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, (nt. 211), p. 737 ss.; M. V. BENEDETTELLI, *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, V, p. 551.

²¹⁷ Un'opa è ostile quando il gruppo di comando della società *target* non intende cedere la propria partecipazione, pronunciandosi contrario all'offerta. Le opa ostili generano valore per gli azionisti, come altre ipotesi di acquisizione societaria e svolgono al contempo una funzione di monitoraggio della gestione delle società ad azionario diffuso poiché tali offerte non abbisognano della cooperazione della *management* della società *target*, essendo dirette agli azionisti della società bersaglio della quale si vuole scavalcare il gruppo di comando, che, gestendo in modo insoddisfacente la società fa calare il prezzo di mercato delle sue azioni e aumenta le probabilità di scalate ostili da parte di chi si ritenga un miglior *manager* rispetto al *management* attuale della *target*. Per tali definizioni e critiche ad esse v. G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, (nt. 211), p. 740 ss.

limitazioni statutarie come clausole di gradimento o di prelazione che impedirebbero la libera circolazione dei titoli nei confronti dell'offerente e; all'inefficacia delle limitazioni statutarie o derivanti da patti parasociali al diritto di voto nelle assemblee convocate al fine di decidere sull'autorizzazione di tecniche di contrasto all'opa, ai sensi dell'articolo 104-*bis*, secondo comma, t.u.f.), d'altro lato, operanti successivamente all'opa, ai sensi dell'articolo 104-*bis*, terzo comma, l. a), b), b)-*bis*, t.u.f.²¹⁸. La regola costituisce uno strumento per facilitare le acquisizioni in quanto rende alcune restrizioni (per esempio i trasferimento delle azioni o le restrizioni di voto) inoperanti durante il periodo di acquisizione permettendo all'offerente di successo di scalzare il gruppo di comando della società bersaglio.

Basata sul principio della proporzionalità tra capitale e controllo, questa regola non tiene conto dei diritti di voto multiplo (e del voto maggiorato) nell'assemblea generale che autorizza misure difensive *post* offerta proprio come nell'assemblea seguente all'offerta pubblica di acquisto di successo²¹⁹. Le tecniche di difesa poste in essere dal gruppo di comando per contrastare il successo dell'offerta pubblica di acquisto ostili sono subordinate all'autorizzazione dell'assemblea (*passivity rule*) a meno che lo statuto non la dichiari inapplicabile ai sensi dell'art. 104, comma 1-*ter*, t.u.f. Esse sono inoltre sottoposte alla neutralizzazione soltanto se lo statuto della società lo prevede e le regole citate soggiacciono alla clausola di reciprocità, ossia “*non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti, ovvero da una società o ente da questi controllata*”^{220 221}.

L'art. 104-*bis*, t.u.f è stato modificato nel 2014 con l'inserimento delle azioni a voto plurimo tra le fattispecie soggette alla regola di neutralizzazione ed è interessante notare come la *breakthrough rule*, poiché il regolamento borsistico italiano non ammette titoli oggetto di limitazione al trasferimento, avrà ad oggetto nel nostro

²¹⁸ Cfr. nt. 215

²¹⁹ Cfr. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on the Takeover Bids*, Brussels, 21.02.2007, Sec (2007) 268, p. 5.

²²⁰ Art. 104-*ter*, primo comma, t.u.f.

²²¹ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 269 ss.

ordinamento le restrizioni su titoli non quotati di società quotate²²². Se da un lato, sul piano dell'efficienza allocativa, il voto multiplo incrementa il potere di voto dei soci di controllo, consentendo la cristallizzazione del c.d. "capitalismo familiare", dall'altro lato, sul piano della contendibilità del controllo societario, tale strumento finanziario condurrà alla diminuzione del numero delle società contendibili mediante lo strumento dell'opa ostile²²³, visto che il potenziamento del voto trasforma il controllo di fatto in controllo di diritto a capo degli *incumbents*, con ciò rendendo "necessaria la loro adesione a qualunque proposta di acquisto del controllo anche in situazioni in cui, in assenza dell'incremento dei poteri di voto, ciò non sarebbe stato necessario"²²⁴.

La presenza di azioni a voto plurimo determina, in caso di cessione del controllo e promozione di un'offerta pubblica d'acquisto, una differenziazione dei prezzi delle azioni ordinarie rispetto a quelle che attribuiscono il voto plurimo, incorporanti un valore diverso, cosicché il terzo acquirente dovrà tenere conto di tale distinzione nonostante si ritenga, nelle più rosee previsioni, che sia il mercato poi a misurare e scontare tale effetto²²⁵. I soggetti che subiscono un pregiudizio a causa dell'applicazione della regola di neutralizzazione (ad esempio coloro che perdono "peso" in assemblea a causa della sterilizzazione del potenziamento del voto, degradando concretamente ad una posizione "ordinaria") dovranno essere "risarciti" dall'offerente di successo²²⁶: l'art. 104-bis, quinto comma, primo periodo t.u.f., infatti, stabilisce che "qualora l'offerta di cui al comma 1 abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla

²²² R. MAGLIANO, *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Riv. comm. internaz.*, 2010, I, p. 61.

²²³ Sull'opa quale strumento attraverso il quale il mercato del controllo societario vigila sull'efficienza della gestione delle società ad azionariato diffuso, v. G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili*, (nt. 211), p. 740.

²²⁴ M. LAMANDINI, *Voto plurimo*, (nt. 131), par. 2. a).

²²⁵ Cfr. M. LAMANDINI, *Voto plurimo*, (nt. 131), par. 2. b).

²²⁶ Sul punto v. anche M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo*, (nt. 113), par. 13.

comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1”²²⁷.

Altra rilevante modifica apportata dal d.l. n. 91/2014 è quella concernente le offerte pubbliche di acquisto totalitarie disciplinate dall’art. 106 t.u.f. Questa offerta permette l’uscita dei soci di minoranza di società quotate in conseguenza del cambiamento dell’azionista di controllo²²⁸.

Secondo la disciplina generale del t.u.f. oggetto dell’offerta sono i titoli quotati e viene specificato che quest’ultimi sono “*gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell’assemblea ordinaria o straordinaria*”²²⁹, quindi “*azioni ordinarie, azioni speciali con diritto di voto, ed eventualmente strumenti finanziari partecipativi (se dotati di voto in assemblea)*”²³⁰.

Prima del giugno 2014, periodo di introduzione del meccanismo del voto

²²⁷ Per completezza, l’art. 104-bis, quinto comma, secondo periodo, t.u.f. stabilisce che: “*La richiesta di indennizzo deve essere presentata all’offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell’offerta ovvero, nel caso di cui al comma 3, entro novanta giorni dalla data dell’assemblea. In mancanza di accordo, l’ammontare dell’indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l’altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell’offerta e l’andamento dei prezzi successivamente all’esito positivo dell’offerta*” e, il sesto comma, dispone che: “*l’indennizzo di cui al comma 5 non è dovuto per l’eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall’esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell’esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all’articolo 123, comma 3*”.

²²⁸ G.F CAMPOBASSO, (nt. 14), p. 262.

²²⁹ Art. 101-bis t.u.f. “*Ai fini del presente capo si intendono per “società italiane quotate” le società con sede legale nel territorio italiano e con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di uno Stato comunitario. Ai fini del presente capo e dell’articolo 123-bis, per “titoli” si intendono gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell’assemblea ordinaria o straordinaria. Gli articoli 102, commi 2 e 5, l’articolo 103, comma 3-bis, ogni altra disposizione del presente decreto che pone a carico dell’offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti, nonché gli articoli 104, 104-bis e 104-ter, non si applicano alle: a) offerte pubbliche di acquisto o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli; b) offerte pubbliche di acquisto o scambio che non hanno ad oggetto titoli che attribuiscono il diritto di voto sugli argomenti di cui all’articolo 105, commi 2 e 3; c) offerte pubbliche di acquisto o di scambio promosse da chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell’assemblea ordinaria della società; d) offerte pubbliche di acquisto aventi ad oggetto azioni proprie. 3-bis. Salvo quanto previsto dal comma 3, la Consob può individuare con regolamento le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli, alle quali le disposizioni della presente Sezione non si applicano in tutto o in parte, ove ciò non contrasti con le finalità indicate all’articolo 91. Per “persone che agiscono di concerto” si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio. Sono, in ogni caso, persone che agiscono di concerto: a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall’articolo 122, comma 1 e comma 5 lettere a), b), c) e d); b) un soggetto il suo controllante, e le società da esso controllate; c) le società sottoposte a comune controllo; d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali. Fermo restando il comma 4-bis, la Consob individua con regolamento: a) i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto ai sensi del comma 4, salvo che provino che non ricorrono le condizioni di cui al medesimo comma; b) i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un’azione di concerto ai sensi del comma 4”.*

²³⁰ G.F CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 262.

maggiorato, l'art. 106, primo comma, t.u.f. non prevedeva alcuna indicazione circa la maggiorazione dei diritti di voto e della sua rilevanza sul superamento della soglia del trenta per cento²³¹. Attualmente, a seguito dell'introduzione del decreto esaminato, così recita: *“Chiunque, a seguito di acquisti ovvero di maggiorazione dei diritti di voto, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ovvero a disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento dei medesimi promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”*.

L'offerta è dunque rivolta alla totalità dei titoli quotati che attribuiscono i diritti di voto *“nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza”* (art. 105, secondo comma, t.u.f.) e, ai fini del calcolo del peso percentuale della partecipazione²³², si computano anche i titoli detenuti indirettamente *“per il tramite di fiduciari o per interposta persona”* (art. 105, secondo comma, t.u.f.)²³³. Inoltre, e questa è la novità più rimarchevole, non è più necessario che il superamento della soglia del trenta per cento avvenga mediante acquisti di nuovi titoli da parte dell'azionista poiché è sufficiente il possesso di azioni maggiorate che consentano tale superamento²³⁴; in tal modo si

²³¹ L'art. 106, primo comma, t.u.f., ante riforma 2014 prevedeva che: *“Chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso”*.

²³² V., inoltre, artt. 44-bis e 44-ter reg. emittenti.

²³³ Art. 105 t.u.f.: *“Salvo quanto previsto dall'articolo 101-ter, commi 4 e 5, le disposizioni della presente sezione si applicano alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani. Ai fini della presente sezione, per partecipazione si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. La Consob può con regolamento includere nella partecipazione categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto. La Consob determina, altresì, con regolamento i criteri di calcolo della partecipazione di cui al comma 2 nelle ipotesi in cui i titoli di cui al medesimo comma, risultino privati, per effetto di disposizioni legislative o regolamentari, del diritto di voto ovvero nelle ipotesi in cui lo statuto preveda la maggiorazione del diritto di voto. La Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli strumenti finanziari derivati detenuti sono computati nella partecipazione di cui al comma 2”*.

²³⁴ Cfr. B. MASSELLA DUCCI TERI, (nt. 82), p. 490 s., in particolare nt. 69-70, in cui si ritiene che la maggiorazione del voto comporta conseguenze circa il superamento della soglia del trenta per cento *“soltanto al momento in cui opera la maggiorazione. Invero, soltanto in quel momento si potrebbe sempre attribuire il sorgere dell'obbligo di lanciare l'OPA a un comportamento (più o meno) volontario dell'azionista”*. L'autore, conscio dell'opinabilità della questione, ritiene auspicabile un intervento della Consob.

neutralizza il potere di quegli azionisti che, nel contesto italiano in cui vige l'opa obbligatoria successiva²³⁵, detengono quote inferiori al trenta per cento che assicurano comunque il controllo di fatto derivante dall'utilizzo del voto maggiorato "al solo fine di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo"²³⁶²³⁷.

Se il primo comma dell'art. 106 t.u.f. è stato modificato, il suo comma 1-bis è stato inserito dall'art. 20 del d.l. n. 91 del 24.6.2014, come modificato dalla legge di conversione n. 116 dell'11.8.2014, e prevede che "nelle società diverse dalle PMI²³⁸ l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del venticinque per cento²³⁹ in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata"²⁴⁰.

²³⁵ In osservanza dell'art. 5, primo comma della direttiva Opa che dispone: "Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4" e dell'art. 5, terzo comma della medesima direttiva che dispone: "La percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo ai sensi del paragrafo 1 e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale".

²³⁶ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1059. Cfr., inoltre, C. TEDESCHI, (nt. 114), p. 1078 s.

²³⁷ Sui casi di esonero dall'obbligo di offerta decisi dalla Consob vedere art. 106, quinto comma, t.u.f. ("La Consob stabilisce con regolamento i casi in cui il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta l'obbligo di offerta ove sia realizzato in presenza di uno o più soci che detengono il controllo o sia determinato da: a) operazioni dirette al salvataggio di società in crisi; b) trasferimento dei titoli previsti dall'articolo 105 tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione; c) cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente; d) operazioni ovvero superamenti della soglia di carattere temporaneo; e) operazioni di fusione o di scissione; f) acquisti a titolo gratuito") e art. 106, sesto comma, t.u.f. ("la Consob può con provvedimento motivato, disporre che il superamento della partecipazione indicata nei commi 1, 1-bis e 1-ter o nel comma 3, lettera b), non comporta obbligo di offerta con riguardo a casi riconducibili alle ipotesi di cui al comma 5, ma non espressamente previsti nel regolamento approvato ai sensi del medesimo comma").

²³⁸ Art. 1, primo comma, w-quater.1), lettera inserita dall'art. 20 del d.l. n. 91 del 24.6.2014, convertito con modificazioni dalla l. n. 116 dell'11.8.2014: "PMI"- "Fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, anche anteriore all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari, consecutivi".

²³⁹ Sul dibattito relativo alla determinazione delle soglie da parte del legislatore cfr. AA. VV. *Problemi d'attualità*, (nt. 53), in particolare l'intervento di R. COSTI, G. GUIZZI.

²⁴⁰ Per completezza l'art. 106, comma 1-ter, t.u.f., dispone che: "Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa da quella indicata nel comma 1, comunque non inferiore al venticinque per cento né superiore al quaranta per cento. Se la modifica dello statuto interviene dopo l'inizio delle negoziazioni dei titoli in un mercato regolamentato, i soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione hanno diritto di recedere per tutti o parte dei loro titoli; si applicano gli articoli 2437-bis, 2437-ter e 2437-quater del codice civile". Si consiglia, inoltre, una completa lettura del nuovo art. 106 t.u.f.

La disciplina dettata dall'art. 106, primo comma, t.u.f. parla esplicitamente di partecipazione superiore alla soglia del trenta per cento ottenuta *“a seguito di maggiorazione dei diritti di voto”* (non di voto maggiorato) e per effetto della circostanza di *“disporre di diritti di voto in misura superiore al trenta per cento”*. Tale norma sembra comprendere anche il voto plurimo tra le fattispecie rilevanti ai fini del computo percentuale della partecipazione poiché, come precedentemente spiegato, *“le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti”*.

In una società con azioni negoziate in mercati regolamentati, i soci titolari di azioni ordinarie quotate, mediante il possesso anche di azioni a voto plurimo non quotate, potrebbero esercitare un controllo di fatto (e anche di diritto, a seconda della struttura azionaria attuale della società) in grado di oltrepassare, molto più facilmente, la soglia del trenta per cento così da essere obbligati al lancio dell'opa. Se la *ratio* della nuova normativa è quella di neutralizzare il controllo di fatto che i soci verrebbero a detenere mediante il meccanismo della maggiorazione del voto nonostante il possesso di una quota minore, la stessa *ratio* connota anche la maggiorazione del voto legata al possesso delle azioni a voto multiplo. La medesima conclusione avrebbe potuto riguardare anche le società diverse dalle PMI indicate nell'art. 106, comma 1-*bis*, t.u.f. Tuttavia, quest'ultimo non contempla la maggiorazione del voto (bensì solo gli acquisti di titoli) come meccanismo che consente il superamento della soglia del venticinque per cento²⁴¹.

²⁴¹ Cfr. AA. VV. *Problemi d'attualità*, (nt. 53), *voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 210, in particolare l'intervento di R. COSTI, G. GUIZZI sul dibattito relativo al voto maggiorato come *“uno tra i possibili strumenti che consentono all'azionista di disporre in assemblea di un potere decisionale che è sovradimensionato rispetto alla misura dell'investimento”* e sulla necessità che la Consob intervenga per fare luce *“sul trattamento da riservare a tutte le vicende che possono rilevare come tecniche di maggiorazione del voto”*.

4. Sintesi dei risultati raggiunti.

La ricerca sin qui compiuta consente di delineare alcuni tratti tipologici dell'azione a voto plurimo quale strumento finanziario di notevole impatto sul panorama societario. Autorevole dottrina ha rilevato come *“non potrebbe essere più evidente (...) il radicale distacco dell'odierno quadro normativo da quello originario laddove il diritto di voto poteva bensì essere limitato ma non escluso né potenziato, e la sua eventuale compromissione doveva essere compensata dall'attribuzione di maggiori diritti patrimoniali”*²⁴², ponendo in risalto la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare il contenuto dell'azione.

Attualmente, lo statuto incontra confini marginali rispetto agli anni passati, visto che la legge prevede esplicitamente i soli limiti del numero massimo dei voti attribuibili dalle azioni a voto plurimo, il divieto di patto leonino ed altri pochi limiti comunque imposti, comportando perciò una dilatazione assai vasta della fantasia degli operatori. Questi, nel definire le categorie di azioni, si muovono modulando e combinando diritti amministrativi e patrimoniali creando i più vari modelli di azioni speciali²⁴³. Basandoci sulle argomentazioni compiute nei paragrafi precedenti, siamo giunti ad una standardizzazione dell'istituto del voto potenziato: le azioni a voto plurimo costituiscono una categoria speciale azionaria tipizzata (a differenza delle azioni a voto maggiorato) in linea con quanto disposto dall'art. 2348, secondo comma, c.c. perché il potenziamento del voto è considerato carattere strutturale dell'azione e, in quanto categoria connotata da “diritti diversi”, essa è organizzata in assemblee speciali che tutelano gli interessi dei titolari di tali azioni ai sensi dell'art. 2376 c.c. L'esercizio del voto plurimo è sottoposto al solo limite del massimo di tre voti attribuibili a ciascuna azione e il limite della metà del capitale sociale disposto dall'art. 2351, secondo comma, c.c. sembra non essere ad esso applicabile. L'attribuzione del voto plurimo può riguardare tutte le materie di competenza assembleare, essere limitato a particolari argomenti o può essere sottoposto a

²⁴² M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, (nt. 134), p. 278.

²⁴³ *Ibidem*

condizioni non meramente potestative risolutive e sospensive e, tramite le diverse combinazioni, possono dunque configurarsi differenti categorie speciali di azioni a voto plurimo.

Questa liberalità legislativa che caratterizza il voto plurimo è fioriera di una serie di questioni alle quali non viene data risposta dal legislatore ma sulle quali la dottrina si è cimentata formulando ipotesi che, in quanto tali, ammettono sempre soluzioni opposte.

Il riferimento va, anzitutto, al voto plurimo e alla sua influenza sulla configurazione del diritto di recesso *ex art. 2437*, primo comma, lett. g), c.c. Qualora la clausola che permette l'emissione delle azioni a voto plurimo venisse inserita in sede di costituzione e, anche se l'aumento di capitale mediante azioni a voto plurimo non sia contestuale alla costituzione medesima, bensì successivo, ai soci non verrà riconosciuto il diritto di recesso perché *ab origine* consenzienti a siffatta eventualità, sempreché la deliberazione di aumento di capitale sociale successiva sia delineata in maniera sufficientemente precisa. Nel caso in cui la clausola venisse inserita successivamente alla costituzione della società e nel rispetto dei *quorum* indicati dall'art. 212 disp. att. c.c., al socio che non ha concorso alla deliberazione perché assente, dissenziente, astenuto verrà riconosciuto il diritto di recesso *ex art. 2437*, primo comma, lett. g) c.c. Siamo pervenuti alla conclusione che le azioni a voto plurimo (e tutte le azioni con diritto di voto) vadano pesate e non contate sul capitale sociale, e per effetto, le azioni dotate del voto multiplo influiranno tanto sui *quorum* deliberativi (e ciò non potrebbe essere diversamente, altrimenti sarebbero prive di senso le modifiche apportate dal legislatore con la riforma del 2014), tanto sui *quorum* costitutivi, attribuendo, pur non senza opinioni contrarie²⁴⁴, valenza di principio generale all'art. 127-*quinquies*, ottavo comma, t.u.f. che di seguito ricordiamo: “*Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto*

²⁴⁴ V. par. 3.1, cap. 2.

sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale”.

Per quanto concerne la rilevanza del voto multiplo in tema di offerte pubbliche di acquisto, le soglie necessarie per il lancio obbligatorio dell’offerta successiva totalitaria prevista dall’art. 106 t.u.f. riformato nel 2014, verranno computate tenendo conto sia del voto plurimo che di quello maggiorato (confermando quindi che le azioni vanno pesate e non semplicemente contate sul capitale) e, nel periodo di adesione all’offerta, il voto plurimo (attribuito anche ai sensi dell’art. 127-*quinquies* t.u.f.) è sottoposto alla *breakthrough rule*, ovvero verrà neutralizzato valendo per un voto nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell’offerta (art. 104 t.u.f.). Un ultimo sforzo interpretativo riguarda il legame tra le azioni a voto potenziato, la nozione di controllo azionario e la tutela della minoranza, problematiche non disciplinate dal legislatore:

- l’art. 2359 c.c.²⁴⁵ dispone che una società è controllata da un’altra società quando questa *“dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell’assemblea ordinaria”* (controllo di diritto) e quando questa *“dispone di voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante nell’assemblea ordinaria”* (controllo di fatto)²⁴⁶. Vengono calcolati, ai fini del controllo, anche i voti *“spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta”* (ma non quelli spettanti per conto terzi). Non sembrano sorgere particolari problemi nell’asserire che il voto rafforzato di cui sono dotate le azioni in esame incida sul controllo azionario di diritto e di fatto, perché è la

²⁴⁵ Art. 2359 c.c.: *“Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta: non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati”.*

²⁴⁶ Sulla nozione di controllo di diritto e controllo di fatto Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, (nt. 14), p. 292 ss.

stessa lettera della norma a far riferimento alla “disponibilità” dei voti, computando anche quelli spettanti in via indiretta. Naturalmente, una serie di corollari derivano da queste affermazioni, ovvero che il voto plurimo rilevi in materia di acquisto di partecipazioni incrociate (artt. 2359 c.c. e ss.), di presunzione di soggezione all’attività di controllo e di coordinamento *ex art. 2497-sexies* c.c., e, circa la disciplina di quest’ultima, in materia di pubblicità, motivazione, responsabilità e postergazione dei finanziamenti (art. 2497 c.c. e ss.);

- la legge, in alcuni casi, attribuisce alla minoranza azionaria alcuni poteri/diritti esercitabili allorché sia titolare di una determinata quota di capitale sociale. Tra questi, annoveriamo: il diritto di convocazione dell’assemblea su richiesta dei soci che rappresentino almeno il ventesimo del capitale sociale nelle società aperte e il decimo in quelle chiuse o la minore percentuale statutaria (art. 2367, primo comma, c.c.)²⁴⁷; il diritto di rinvio dell’assemblea qualora un terzo del capitale rappresentato in assemblea lo richieda (art. 2374 c.c.)²⁴⁸; l’azione sociale di responsabilità contro gli organi di gestione promossa dai soci *“che rappresentino almeno un quinto del capitale sociale o la diversa misura prevista nello statuto, comunque non superiore a un terzo”*, e nelle società aperte, dai soci che rappresentino almeno un quarantesimo del capitale sociale, salva diversa previsione statutaria (art. 2393-bis, primo e secondo comma, c.c.)²⁴⁹; il diritto di impugnazione delle deliberazioni da parte di soci titolari di azioni con voto in

²⁴⁷ Art. 2367, primo comma, c.c.: *“Gli amministratori o il consiglio di gestione devono convocare senza ritardo l’assemblea, quando ne è fatta domanda da tanti soci che rappresentino almeno il ventesimo del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il decimo del capitale sociale nelle altre o la minore percentuale prevista nello statuto, e nella domanda sono indicati gli argomenti da trattare”*.

²⁴⁸ Art. 2374 c.c.: *“I soci intervenuti che riuniscono un terzo del capitale rappresentato nell’assemblea, se dichiarano di non essere sufficientemente informati sugli oggetti posti in deliberazione, possono chiedere che l’assemblea sia rinviata a non oltre cinque giorni. Questo diritto non può esercitarsi che una sola volta per lo stesso oggetto”*.

²⁴⁹ Art. 2393-bis, primo e secondo comma, c.c.: *“L’azione sociale di responsabilità può essere esercitata anche dai soci che rappresentino almeno un quinto del capitale sociale o la diversa misura prevista nello statuto, comunque non superiore al terzo. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l’azione di cui al comma precedente può essere esercitata dai soci che rappresentino un quarantesimo del capitale sociale o la minore misura prevista nello statuto”*.

quel particolare argomento che rappresentino l'uno per mille del capitale sociale delle società aperte e il cinque per cento in quelle chiuse, salva diversa disposizione statutaria (art. 2377, terzo comma, c.c.)²⁵⁰; l'obbligo di indagine su fatti ritenuti censurabili che scatta in capo al collegio sindacale nel caso di richiesta proveniente dal ventesimo del capitale sociale delle società chiuse e dal cinquantesimo di quelle aperte (art. 2408, secondo comma, c.c.)²⁵¹; il potere di denuncia al tribunale spettante ai soci rappresentanti il decimo del capitale sociale nelle società chiuse o il ventesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2409, primo comma, c.c.)²⁵². In conclusione, sembra doversi ritenere che il voto plurimo non incida affatto sui suddetti diritti poiché, a orientarci verso tale soluzione, oltre al silenzio della legge su un riferimento a percentuali di diritti di voto, vi è il preciso e chiaro ragguaglio dell'esercizio di tali diritti alla titolarità di una specifica quota percentuale di capitale²⁵³.

²⁵⁰ Art. 2377, terzo comma, c.c.: *“L'impugnazione può essere proposta dai soci quando possiedono tante azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre; lo statuto può ridurre o escludere questo requisito. Per l'impugnazione delle deliberazioni delle assemblee speciali queste percentuali sono riferite al capitale rappresentato dalle azioni della categoria”*.

²⁵¹ Art. 2408, secondo comma, c.c.: *“Se la denuncia è fatta da tanti soci che rappresentino un ventesimo del capitale sociale o un cinquantesimo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il collegio sindacale deve indagare senza ritardo sui fatti denunciati e presentare le sue conclusioni ed eventuali proposte all'assemblea; deve altresì, nelle ipotesi previste dal secondo comma dell'articolo 2406, convocare l'assemblea. Lo statuto può prevedere per la denuncia percentuali minori di partecipazione”*.

²⁵² Art. 2409, primo comma, c.c.: *“Se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate, i soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale con ricorso notificato anche alla società. Lo statuto può prevedere percentuali minori di partecipazione”*.

²⁵³ Su tale rassegna cfr.: M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 939 s.; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, (nt. 85), p. 1056.

CAPITOLO III

IL POTENZIAMENTO INDIVIDUALE DEL DIRITTO DI VOTO: UNO SGUARDO COMPARATISTICO

1. Le esperienze europee sul principio “*one share - one vote*”.

La formula “*one share – one vote*” è usualmente utilizzata, in tema di società per azioni, per indicare il rapporto di proporzionalità tra le azioni possedute dal socio e l’effettiva estensione e portata del diritto di voto esercitabile in sede assembleare¹. Tale correlazione esprime la scelta di ponderare il rischio economico di colui che più investe con il suo potere di influenza in società, nell’ottica di una sana e prudente gestione della stessa, quest’ultima realizzata riconoscendo maggior potere al socio che più rischia. Per tali ordini di ragioni, il principio in esame si è imposto, già dalla metà del XIX secolo, in Europa ma anche altrove, come ispiratore del modello societario “ottimale”².

Attualmente, in nessun ordinamento europeo appare preclusa o limitata l’attuazione di tale principio³ e, dagli studi sviluppatasi sull’argomento⁴, emerge chiaramente che la regolamentazione del diritto di voto assume connotati variabili in relazione al sistema economico dei singoli ordinamenti, alla struttura proprietaria e alle dimensioni della società, tanto da indurci a ritenere che un principio di proporzionalità pura non si registri in nessun ordinamento⁵. Sebbene questo sia

¹ Il principio “*one share-one vote*” viene generalmente indicato quale presidio del criterio di proporzionalità e si aggancia al concetto di “democrazia societaria”, anche se oggi spesso si abusa di tale nozione, venendo utilizzata in ambienti estranei al concetto stesso. Se tale correlazione è chiaramente richiamata dall’art. 2351, primo comma, c.c., sembra appropriato intenderla, comunque, anche con riferimento ad altre disposizioni del codice civile, quali per esempio l’art. 2348, primo comma, c.c., l’art. 2441 c.c., l’art. 2442 c.c., l’art. 2350, primo comma, c.c., l’art. 2437-ter c.c. A riguardo cfr. A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, *Commento all’art. 2351 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 397 ss.

² S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014, p. 9.

³ Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, relazione al XXVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, par. 2.

⁴ V. *infra*, par. 1.1, cap. 3.

⁵ Per una casistica comparata in merito alla disciplina del diritto di voto cfr. A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 1), p. 375 ss.

valido come regola dispositiva o suppletiva, e cioè come regola non imposta in maniera assoluta e imperativa e che si applica ove l'autonomia privata non abbia avuto manifestazione diversa, non sembra sussistere alcuna giustificazione teorica che garantisca la più misurata, equilibrata, e lungimirante gestione da parte del soggetto che impegna maggior capitale rispetto ad un altro, anche se non pare revocabile in dubbio la più alta probabilità che ciò avvenga assumendolo come principio regolatore⁶.

La necessaria correlazione tra l'azione e il voto costituiva un caposaldo imprescindibile della struttura delle società per azioni italiane, ma viene messo in crisi dalla riforma del diritto societario via via succedutesi nel tempo⁷. Ciononostante, l'art. 2351, primo comma, c.c., non può in alcun modo essere svuotato del suo significato più profondo, e cioè che: il binomio "potere - rischio" rimane un elemento fondante dell'organizzazione corporativa; il diritto amministrativo di voto resta insopprimibile, altrimenti, in sua assenza, non si potrebbe addivenire alla formazione della volontà sociale; all'interno della società è ben possibile che si verifichino disuguaglianze soggettive sul piano della distribuzione del potere⁸.

Sul piano concreto, le azioni attribuiscono agli *shareholders*, generalmente, due differenti diritti: i *cash flow rights* - diritti ai flussi di cassa della società, che materialmente consistono nel diritto di percezione dei dividendi, e cioè l'utile distribuibile, e nel diritto alla ripartizione pro-quota del capitale sociale in caso di scioglimento relativamente al socio, scioglimento della società o suo fallimento - e i *control rights*, che possono declinarsi in *voting rights*, cioè il diritto di voto esercitabile nell'assemblea dei soci, *board rights*, ossia il diritto di elezione dei membri del consiglio di amministrazione e *management rights*, il diritto di gestione

⁶ Cfr. M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 2. Secondo l'Autore "l'applicazione del principio "un'azione, un voto" non garantisce che prevalga il punto di vista di chi è più incentivato a un comportamento responsabile perché rischia una perdita economica".

⁷ Cfr. M. ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*³, Wolters Kluwer - Cedam, 2015, p. 381.

⁸ A. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 1), p. 392.

attiva della società⁹. Il principio in esame, in termini rigorosi, può essere così definito:

“il titolo che legittima la partecipazione all’assemblea dei soci, qualunque ne sia l’ordine del giorno, è il possesso qualificato di almeno un’azione: vale a dire che occorre che il partecipante abbia, rispetto anche ad una sola azione, una posizione giuridica, risultante alla società secondo certe procedure o regole formali, che lo abiliti all’intervento o al voto. Chi interviene e vota in assemblea dispone di tanti voti quante sono le azioni e i titoli per i quali è legittimato a votare”¹⁰.

1.1 Segue: vantaggi e criticità del principio.

Alla mente del lettore, appare quasi immediato che i soggetti che hanno immesso nella società capitale di rischio in egual misura, abbiano, al contempo, uguali diritti di voto esercitabili nell’assemblea dei soci. Questa sembrerebbe la struttura - per così dire - ideale perché, *in primis*, coinvolgerebbe tutti i soci nella vita societaria, in quanto investitori di propria ricchezza nella compravendita di azioni con diritto di voto, e *in secundis*, garantirebbe loro il diritto di intervento in assemblea.

Gli azionisti sono definiti “*residual claimants*”, ovvero coloro che sono titolari di ciò che resta conseguentemente al soddisfacimento di altri *stakeholders*¹¹, *genus* che ingloba in sé, oltre agli azionisti, categorie di soggetti che vantano pretese e diritti nei confronti dell’impresa perché titolari di un interesse rilevante derivante da un rapporto contrattuale, da un investimento o da ragioni più generali¹². Da questa

⁹ Cfr. A. RICCARDI, *Il principio “one share one vote”: profili di etica, economia e diritto*, in *Seminario interdisciplinare sul tema etica, economia e diritto*, Genova, 9 gennaio 2009, p. 5.

¹⁰ M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 1.

¹¹ Cfr. A. RICCARDI, (nt. 9), p. 2, in particolare nt. 1, in cui si afferma che “il termine “*stakeholder*” significa letteralmente “portatore d’interesse” e individua tutti i soggetti o le categorie di soggetti che sono nella posizione di rivendicare un diritto nei confronti dell’azienda, in quanto titolari di un interesse rilevante nella conduzione dell’impresa. Tale interesse può derivare da un investimento specifico nell’impresa, da un eventuale rapporto contrattuale o semplicemente dai possibili effetti positivi o negativi a cui la gestione aziendale può portare”.

¹² Nel gruppo figurano quindi i creditori, fornitori, clienti, finanziatori, dirigenti, dipendenti, obbligazionisti e la comunità in generale, che comprende anche l’amministrazione locale Cfr. G. M. HAYDEN, M.T. BODIE, *The false promise of one share, one vote*, in *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 08-01*, p. 34.

prospettiva, si è pertanto sostenuto che se da un lato, il principio della proporzionalità tra azioni e voto è rivolto alla massimizzazione del valore societario poiché il principale azionista ha (*rectius*: dovrebbe avere) minori stimoli all'estrazione di benefici privati personali in conflitto con l'interesse sociale, dall'altro lato, tuttavia, qualora il principio fosse imposto obbligatoriamente quale principio regolatore della struttura societaria, tale proporzionalità imperativa: spingerebbe gli azionisti di comando a ricorrere a meccanismi meno trasparenti (per esempio le partecipazioni incrociate e le piramidi societarie) e disincentiverebbe la quotazione delle imprese per timore di perdere il comando, perché per finanziare dall'esterno progetti di quotazione dell'impresa, il socio di controllo dovrebbe diluire la propria partecipazione azionaria a meno che non intraprenda un esborso di capitale proporzionale; condurrebbe l'azionista di controllo, in virtù di una forte concentrazione di azioni in mano propria, a sfruttare la propria posizione rafforzata per fruire di benefici privati pecuniari o meno, non condivisi con gli altri soci; scoraggerebbe l'acquisizione di una posizione di controllo con conseguente riduzione del monitoraggio sui *managers* e, in alcuni casi, neutralizzerebbe scalate efficienti¹³. Nella realtà dei fatti, come è stato osservato, il principio in esame può comportare altresì una smisurata dispersione di azioni e quindi del controllo, soprattutto nelle società ad azionariato diffuso, nelle quali i problemi di logistica, di informazione, di delega dei diritti di voto, di coordinamento dello stesso, uniti all'eventuale scarso "peso" dell'azionista individuale, inducono a fenomeni di assenteismo e di apatia del socio¹⁴. È stato correttamente osservato come un azionista di minoranza spesso non partecipi attivamente alle attività collettive della società semplicemente perché non ha incentivi a farlo, a causa della circostanza che il suo possesso è troppo esiguo da offrire lui una ricompensa per i suoi sforzi¹⁵.

Nella letteratura di matrice anglosassone, v., senza pretesa di completezza, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991.

¹³ Cfr.: S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 12; L. ENRIQUES, *Mercato del Controllo Societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Bologna, Il Mulino, 2002.

¹⁴ Cfr. A. RICCARDI, (nt. 9), p. 15 s.

¹⁵ G. PSARAKIS, *One share – one vote and the case for a harmonised capital structure*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 725.

Abitualmente si devia da tale assetto assumendo meccanismi di “*disproportional ownership*”, sistemi non proporzionali di voto attraverso i quali “*il singolo azionista (o un gruppo ristretto di azionisti), pur detenendo una percentuale minoritaria dei cash flow rights, è tuttavia in grado di esercitare nelle assemblee degli azionisti la maggioranza dei diritti di voto (o comunque una percentuale sufficientemente ampia da risultare maggioritaria, rispetto al complesso degli altri azionisti votanti in assemblea), assicurandosi in tal modo anche i board rights e spesso anche i management rights*”¹⁶. Tali strutture azionarie non proporzionali, consentono pertanto di: controllare la società pur con un investimento di capitale più contenuto incentivando “*l’attività di monitoring del management da parte del blockholder, poiché riduce i costi legati alla mancata diversificazione del portafoglio, alla detenzione di un asset potenzialmente illiquido e i costi finanziari legati all’acquisto della partecipazione stessa*”¹⁷; ridurre la contendibilità del controllo.

Al contempo, tali assetti, implicando un controllo a leva (ovvero un controllo in virtù del possesso di voti in misura più che proporzionale a confronto con l’investimento di capitale effettuato), “*possono amplificare i problemi di agenzia*¹⁸ *fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza e altri stakeholders, per via del maggior incentivo a estrarre benefici privati*”¹⁹. Come si vedrà più avanti, anche con riferimento agli Stati Uniti d’America, non sembra affatto garantito che dall’applicazione rigida del principio di proporzionalità tra rischio e potere possano emergere risultati più soddisfacenti rispetto a quelli conseguenti all’attuazione di meccanismi di *disproportional ownership*, non potendosi individuare una soluzione a priori ottimale,

¹⁶ A. RICCARDI, (nt. 9), p. 5.

¹⁷ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 13.

¹⁸ Sull’argomento cfr.: V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato, “voti plurimi senza azioni” e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I, p. 187 ss.; M.A. MARINI, *La struttura del capitale dell’impresa, i costi di agenzia e l’informazione asimmetrica*, in *Lezioni di economia monetaria*, 2004, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.econ.unirb.it/materiale/1010_lezEMv.pdf; M. DAMIANI, *Costi di agenzia e diritti di proprietà: una premessa al problema del governo societario*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.ec.unipg.it/DEFS/uploads/qd03.pdf>; F. CENZI VENEZZE, *The Costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatization of State-Owned Firms in Europe*, LLM Paper Harvard Law School, August 29, 2013, p. 4.

¹⁹ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 14.

bensi una soluzione a misura della società, con riferimento alle specifiche caratteristiche dell'attività e al quadro normativo in cui l'impresa opera²⁰.

2. I “control – enhancing mechanisms”: uno sguardo alle partecipazioni incrociate e alle piramidi societarie.

I *Control-Enhancing Mechanisms* (CEMs), i meccanismi di *disproportional ownership* impiegati per disgiungere controllo e proprietà, sono molteplici ed eterogenei. I CEMs sono istituiti accomunati dal rappresentare deroghe al principio “*one share - one vote*” e sono espressione concreta della formula “*power without property*”, tratto caratteristico delle grandi imprese moderne, identificabile nel “*potere di indirizzare le scelte d’impresa e quindi la destinazione dell’intero capitale investito, pur detenendone una frazione minoritaria, grazie alla parcellizzazione del possesso azionario e la diserzione da parte dei piccoli azionisti delle assemblee, in ragione della c.d. apatia razionale che ne orienta la condotta*”²¹.

Tali sistemi comportano la conservazione del controllo in capo all’azionista di maggioranza che, nonostante un investimento limitato, ha la possibilità di estrarre benefici privati a discapito dei soci di minoranza, proprio in virtù dell’attuazione di tali meccanismi, la cui essenza risiede pertanto nella separazione tra proprietà e controllo con rilevanti effetti, e non potrebbe essere altrimenti, sia sul funzionamento della società, sia sul piano della contendibilità del controllo.

Per il primo aspetto, “*l’allocazione della proprietà e del controllo determina, da una parte, fino a che punto gli azionisti possono partecipare attivamente all’adozione delle decisioni relative alla gestione della società e, dall’altra parte, fino a che punto sia possibile contestare le modalità con cui il controllo viene esercitato,*

²⁰ Per una più ampia e completa analisi sulle conseguenze applicative del principio “*one share - one vote*” cfr.: G.P. LA SALA, *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011, p. 30 ss.; S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 9-19. Inoltre, sulla posizione dell’Unione Europea riguardo il principio in esame cfr. F. DENOZZA in AA. VV., *Problemi d’attualità: voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 210, in particolare p. 236.

²¹ P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali tra libertà d’iniziativa economica e simmetria del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, II-III p. 326.

ovvero le scelte dei managers”²², mentre per il secondo aspetto, è evidente che non sia la medesima cosa acquistare azioni di società in cui vige il principio della proporzionalità tra potere e rischio e azioni di una società in cui operino CEMs²³.

Questa dissociazione tra diritti economici e diritti di controllo influenza il rapporto di agenzia tra azionisti di controllo/*management* e la minoranza degli investitori: “*first, misaligns insiders interests from the maximization of the overall shareholders’ value in taking some key management decisions, second, the use of CEMs may allows insiders to retain enough voting power to prevent the threat of proxy contests or hostile takeovers which are the most powerful mechanisms to limit agency costs in diffused ownership structures*”²⁴. Tali osservazioni non solo rappresentano delle novità; già nei primi anni ’90 si rilevava l’esistenza di strutture dissociative della proprietà e controllo, invero, Enrico Finzi, osservava che “*è affatto indifferente per il controllo quale ne sia il fondamento legale. Normalmente esso sarà la partecipazione alla società controllata con la maggioranza del capitale. Ma non mancano numerosi artifici per garantire il controllo a chi rappresenta una minoranza, anche esigua, del capitale stesso: dalle azioni a voto plurimo ai sindacati di maggioranza, dai ‘voting trusts’ alle società a catena*”²⁵.

In dottrina si è soliti distinguere, da una parte, i “*mechanisms allowing blockholders to enhance control by leveraging voting power*”²⁶, che potenziano i poteri di controllo determinando un effetto “leva” dei diritti di voto e tra i quali rientrano le “nostre” azioni a voto plurimo, quelle di fedeltà a voto doppio o plurimo, le azioni senza diritti di voto, le *pyramid structures*, le partecipazioni reciproche, tutti meccanismi inquadrabili sotto l’egida propria dei CEMs, e dall’altra parte, i

²² A. RICCARDI, (nt. 9), p. 10.

²³ *Ivi*, p. 11, ove si osserva che i meccanismi di deviazione dal principio “*one share - one vote*” devono essere inquadrati da un punto di vista ampio e relativo, cioè nel contesto societario in cui essi sono applicati, valutando al contempo l’articolazione della disciplina relativa ad aspetti – per così dire – “tipologici” quali la nomina e revoca degli amministratori, i *quorum* assembleari richiesti per le deliberazioni sociali ecc., solo così potendosi comprendere la *ratio* dei CEMs.

²⁴ F. CENZI VENEZZE, (nt. 18), p. 4.

²⁵ E. FINZI, *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, p. 467.

²⁶ SHERMAN & STERLING^{LLP} - *INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS)* - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), *Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.

“*mechanisms used to lock-in control*”²⁷, tra i quali rientrano le clausole statutarie di tetti massimi all’esercizio dei diritti di voto e il voto scalare, i *depository certificates*, le *priority shares*. La loro caratteristica è quella di arrestare il trasferimento o la costituzione di una posizione di comando e sono funzionali “*a cristallizzare gli assetti di governo societario, impedendo che i diritti di voto si concentrino al di là di determinate soglie in capo a un unico soggetto, al contrario dei CEMs, il risultato è che un soggetto può essere titolare di diritti di voto inferiori rispetto ai diritti patrimoniali*”²⁸. Questi sembrerebbero favorire la perpetuazione dello *status quo* societario e, per l’azionista di maggioranza, l’estrazione di vantaggi privati di carattere economico, politico, reputazionale od opportunistico, mantenendo il controllo della società con un minor investimento a danno della minoranza e dei creditori²⁹.

Nell’attuale studio del diritto, il metodo comparatistico è indubbiamente una tecnica di interpretazione avente propria vocazione transnazionale e, in dottrina, è stato autorevolmente sostenuto che il diritto straniero possa fungere tanto da sistema per colmare le lacune di diritto interno tanto da sistema per interpretare e ricostruire il diritto nazionale³⁰. Muovendo da tale constatazione, il “*Report on the proportionality principle in the European Union*” del 2007 - redatto dall’*Institutional Shareholder Services* (ISS), dallo studio legale *Sherman & Sterling* e dall’*European Corporate Governance Institute* (ECGI)³¹, con oggetto il capitale e l’azionariato di 464 imprese in 16 Stati Membri (Belgio, Danimarca, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Regno Unito, Spagna, Svezia ed Ungheria) - ha rilevato numerose fattispecie di deviazione dal principio

²⁷ *Ibidem*

²⁸ S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 10.

²⁹ Cfr., per tutti, M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 5.

³⁰ Cfr., *ex multis* e con specifico riferimento allo studio del “diritto commerciale”, G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 325 ss.

³¹ Per un’analisi dello studio europeo citato v. M.L. VITALI, *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell’esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, IV, p. 904-909, in cui l’Autore osserva che, in Europa e non, sono moltissimi i meccanismi attraverso i quali è possibile conseguire il controllo societario e “*il denominatore comune di tali istituti è rappresentato dalla circostanza che essi, sotto diversi aspetti comportano una deviazione dal principio di proporzionalità, generalmente indicato con l’espressione un’azione – un voto*”.

“un’azione - un voto”³², tra le quali ricordiamo: le azioni dotate di diritto di voto multiplo, che attribuiscono un potere deliberativo maggiore rispetto alla quota di capitale sottoscritta e costituiscono la deviazione di maggior evidenza dal principio di proporzionalità.

La creazione di azioni a voto multiplo è consentita in numerosi Stati Europei come Paesi Bassi, Regno Unito, Irlanda, Islanda, Svezia, Norvegia, Finlandia, Giappone, Ungheria, Francia (nella forma delle azioni a voto maggiorato), Italia (ma solo per le società non quotate in mercati regolamentati) ed è invece preclusa in Spagna, Lussemburgo, Germania, Estonia, Grecia, Polonia, Belgio³³. L’istituto dell’azione a voto potenziato, per gli Stati che l’adottano, è però sottoposto a norme rigorose e limitative circa l’emissione di queste azioni e all’esercizio dei relativi diritti di voto, come per esempio avviene in Francia, paese che ha una storia e caratteristiche molto somiglianti a quelle italiane³⁴; le partecipazioni reciproche e i gruppi piramidali, dei quali ci occuperemo a breve.

La struttura che viene a crearsi è la c.d. “*controlling minority structure*”³⁵ (minoranza di controllo), che attua “*la separazione netta tra controllo sociale e diritti economici (cash flow rights) che gli strumenti (...) consentono di attuare, permettendo ad un azionista di controllare un’impresa pur essendo a lui riconducibile una frazione soltanto del capitale sociale*”³⁶.

L’autonomia statutaria non ha i caratteri della discrezionalità assoluta. I legislatori nazionali hanno chiaro l’obiettivo di ostacolare abusi ed evitare eccessi di

³² Per esempio: i patti parasociali, le partecipazioni incrociate, le strutture piramidali o di gruppo, le azioni privilegiate senza diritto di voto, le azioni non privilegiate senza diritto di voto, la previsione di un tetto massimo all’esercizio del diritto di voto, la previsione di *quorum* rafforzati, la previsione di *golden shares*, la previsione di limiti al possesso azionario, le azioni a voto multiplo, le azioni di priorità, società a responsabilità limitata, con due categorie di soci, ma un’unica classe di azioni, i certificati di deposito azionario. Cfr. A. RICCARDI, (nt. 9), p. 9, nt. 17.

³³ Cfr. ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 1), p. 410

³⁴ Cfr. M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 11.

³⁵ L. BEBCHUK, R. KRAAKMAN, G. TRIANTIS, *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, NBER Working Paper Series 6951, febbraio 1999 reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.nber.org/papers/w6951.pdf>. Gli autori hanno analizzato i CEMs e i relativi costi in tre importanti contesti: “*choosing investment projects, selecting investment policy and the scope of the firm, and choosing to transfer control*”.

³⁶ G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, V, p. 737. p. 754. Cfr. inoltre, F. CENZI VENEZZE, (nt. 18), p. 7-8.

allontanamento dal principio, nel rispetto dei canoni europei di trasparenza e correttezza, anche nel Regno Unito e in Irlanda ove la prassi riconosce quasi tutti i CEMs³⁷.

Tra i CEMs più frequentemente utilizzati, come segnalato dal *Report* su citato, risultano esserci le “partecipazioni reciproche” (ovvero incrociate) e le c.d. “piramidi societarie” (ovvero gruppi piramidali o strutture di gruppo).

- Con la nozione di “partecipazione incrociata (o reciproca)” si intende “*uno strumento per ridurre la quota di capitale proprio che un gruppo di azionisti deve investire per conquistare, mantenere, difendere (in caso di scalata ostile) il controllo della società*”³⁸. Sostanzialmente si realizza un sistema in cui una società (per esempio N) partecipa al capitale sociale di un'altra società (per esempio Z), la quale, a sua volta, partecipa al capitale sociale della società N. La fattispecie in esame, nel caso di sottoscrizione reciproca di azioni, genera una “*moltiplicazione illusoria di ricchezza*”³⁹ poiché vi sarà un incremento di capitale sociale nominale per entrambe le società, senza però che queste vedano incrementare il proprio capitale reale, falsando dunque la consistenza del patrimonio sociale.

Sul piano dei diritti amministrativi, entrambe le società disporrebbero di diritti di voto da gestire in maniera concordata da parte degli amministratori, assecondando le esigenze dei gruppi di controllo, con “*conseguente abbassamento della percentuale di capitale necessaria ai rispettivi gruppi di comando per controllare la società*”⁴⁰. Quando può dirsi esistente una partecipazione reciproca? Quando, per esempio, “*un individuo controlla la società A, che a sua volta controlla il 10% della società B ed il 100% della società C, la quale ultima a sua volta controlla il 15% di B*”⁴¹. In questo caso la società A sarà titolare del 25% (10% di cui è direttamente titolare + 15% di

³⁷ Cfr. M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 6.

³⁸ M. PAGANO, F. PANUNZI, L. ZINGALES, *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 168. Inoltre, viene affermato che le partecipazioni incrociate permettono la costruzione di “*barriere collettive praticamente inespugnabili alle scalate ostili*”.

³⁹ G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2013, p. 282.

⁴⁰ *Ibidem*

⁴¹ A. RICCARDI, (nt. 9), p. 8, in particolare nt. 13.

cui è indirettamente titolare tramite C) dei voti esercitabili nell'assemblea di B pur con un esborso di capitale minore, essendo i voti distribuiti diversamente all'interno dell'insieme di società facenti capo ad un unico soggetto controllante in virtù delle partecipazioni reciproche. Tuttavia, le partecipazioni in esame, in alcune circostanze, possono avere valenza di accordi tra imprese, per esempio in funzione di una futura fusione e, non essendo facile *“distinguere i casi in cui l'incrocio ha essenzialmente una funzione difensiva da quelli in cui esso vale come base per una collaborazione tra imprese”*⁴², le legislazioni europee, vista anche l'ampia diffusione di tali meccanismi, non precludono *in radice* gli incroci ma tendono a limitarli. Nel nostro ordinamento, per evitare o reprimere tale fenomeno con i connessi rischi patrimoniali e amministrativi illustrati brevemente, si ricorreva usualmente al divieto posto dall'art. 2360 c.c.⁴³.

Questo, sebbene sanzionasse, pur nel silenzio della legge ma all'unanimità della dottrina, la nullità per le sottoscrizioni reciproche una volta provata l'esistenza di un disegno unitario finalizzato ad aggirare il divieto, nel suo ambito di applicazione non comprendeva né la sottoscrizione tramite società controllata (questa non identificabile come un'interposta), né la sottoscrizione non reciproca di azioni della controllante ad opera della controllata nel caso in cui il rapporto di controllo intercorso tra esse fosse stato basato su vincoli contrattuali ai sensi dell'art. 2359, primo comma, n. 3), c.c.⁴⁴ e non su una partecipazione di controllo.

Le apparenti lacune al testo dell'articolo 2360 c.c. appena riportate sono state “colmate” dall'art. 2359-*quinquies* che prevede: *“La società controllata non può sottoscrivere azioni o quote della società controllante. Le azioni o quote sottoscritte*

⁴² G. FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili*, (nt. 36), p. 757.

⁴³ Art. 2360 c.c.: *“E' vietato alle società di costituire o di aumentare il capitale mediante sottoscrizione reciproca di azioni, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona”*.

⁴⁴ Art. 2359 c.c.: *“Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati”*.

in violazione del comma precedente si intendono sottoscritte e devono essere liberate dagli amministratori, che non dimostrino di essere esenti da colpa. Chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società controllata, azioni o quote della società controllante è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio. Della liberazione delle azioni o quote rispondono solidalmente gli amministratori della società controllata che non dimostrino di essere esenti da colpa”. Nel concetto di partecipazioni reciproca rientra anche l’acquisto reciproco di azioni, da cui derivano gli stessi rischi patrimoniali e amministrativi della sottoscrizione, con la differenza che il capitale sociale nominale resterebbe immutato mentre il capitale sociale reale, nel caso non venissero impiegate per l’acquisto somme eccedenti gli utili distribuibili, verrebbe surrettiziamente ridotto, dando luogo ad un rimborso indiretto dei conferimenti a favore dei soci delle società implicate nell’acquisto reciproco dei titoli azionari.

La disciplina repressiva di abusi applicabile si atteggia in maniera differente a seconda della quotazione e del rapporto che intercorre tra le società “incrociate”: l’acquisto reciproco è permesso, e senza alcun limite, qualora tra le società non quotate non intercorra alcun rapporto di controllo; se l’acquisto incrociato si verifica tra società controllante e controllate si applicano gli artt. 2359-bis c.c. e ss.; se l’acquisto avviene tra società tra le quali non intercorre alcun rapporto di controllo ma una di queste è quotata, si applica l’art. 121 t.u.f.⁴⁵. Quest’ultimo, peraltro, si

⁴⁵ Art. 121 t.u.f.: “Fuori dai casi previsti dall’articolo 2359-bis del codice civile, in caso di partecipazioni reciproche eccedenti il limite indicato nell’articolo 120, comma 2, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all’intera partecipazione. Se non è possibile accertare quale delle due società ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto e l’obbligo di alienazione si applicano a entrambe, salvo loro diverso accordo. Il limite richiamato nel comma 1 è elevato al cinque per cento, ovvero, nei casi previsti dall’articolo 120, comma 2, secondo periodo, al dieci per cento, a condizione che il superamento della soglia da parte di entrambe le società abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall’assemblea ordinaria delle società interessate. Se un soggetto detiene una partecipazione in misura superiore alla soglia indicata nel comma 2 in una società con azioni quotate, questa o il soggetto che la controlla non possono acquisire una partecipazione superiore a tale limite in una società con azioni quotate controllata dal primo. In caso di inosservanza, il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti il limite indicato è sospeso. Se non è possibile accertare quale dei due soggetti ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto si applica a entrambi, salvo loro diverso accordo. Per il calcolo delle partecipazioni si applicano i criteri stabiliti ai sensi dell’articolo 120, comma 4, lettera b). I commi 1, 2 e 3 non si applicano quando i limiti ivi indicati sono superati a seguito di un’offerta pubblica di acquisto o di scambio diretta a conseguire almeno il sessanta per cento delle azioni ordinarie. In caso di inosservanza dei divieti di esercizio del

preoccupa sostanzialmente di reprimere gli abusi di carattere amministrativo derivanti dalle partecipazioni incrociate, ponendo meno attenzione al pericolo di annacquamento patrimoniale. Per effetto, le società, osservando le percentuali fissate dal t.u.f, potrebbero utilizzare anche somme eccedenti gli utili distribuibili dando luogo ad un rimborso indiretto dei conferimenti⁴⁶.

- Si realizza una “piramide societaria”⁴⁷ o “gruppo piramidale” quando una serie di imprese, quotate o meno, soggiace al controllo di un azionista che possiede una quota maggioritaria di A, la quale possiede la maggioranza dei diritti di voto in B, la quale possiede la maggioranza in C e così via lungo la catena. La posizione dell’azionista di comando della società A consente a questo di esercitare il proprio potere di controllo su tutto il gruppo di imprese, pur senza investire capitale in modo proporzionato all’effettivo potere di controllo di cui egli è titolare. Esso disporrà della maggioranza assoluta dei diritti di voto nelle società appartenenti al gruppo piramidale creatosi in virtù di questo possesso azionario a cascata, svuotando concretamente le azioni rimanenti di ciascuna società del diritto di voto. Secondo i dati e le statistiche consultate, il *pyramiding*, a livello europeo, è diffuso in Belgio e Svezia, rispettivamente, il 34% e il 48%, pochissimo utilizzato nel Regno Unito e assente in Danimarca⁴⁸.

In Italia, le riforme del diritto societario introdotte negli ultimi quindici anni per rafforzare la tutela degli investitori di minoranza, sono state accompagnate da una significativa riduzione nell'uso di assetti proprietari piramidali di azionisti di controllo. Tuttavia, le piramidi societarie controllano ancora molte delle più grandi società quotate italiane. Secondo una recente indagine della Consob, nel 2012, il

voto previsti dai commi 1 e 3, si applica l'articolo 14, comma 5. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro il termine indicato nell'articolo 14, comma 6”.

⁴⁶ Sulle partecipazioni incrociate analizzate cfr. G.F. CAMPOBASSO, (nt. 39), p. 281 ss.

⁴⁷ Cfr. SHERMAN & STERLING_{LLP} - *INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE* (ECGI), (nt. 26), p. 7, una piramide societaria si ha “when an entity (such as a family or a company) controls a corporation that in turn holds a controlling stake in another corporation, which process can be repeated a number of times. This device is based on the idea that the separation of ownership and control can be obtained by chaining several companies”.

⁴⁸ Cfr.: A. RICCARDI, (nt. 9), p. 8 s., in particolare nt. 12; P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali*, (nt. 21), p. 332.

20,3% delle società italiane quotate - che rappresentano il 62,2% del mercato complessivo - sono stati controllati attraverso piramidi⁴⁹. In linea di principio, mediante i gruppi di imprese, si dà attuazione ad una logica imprenditoriale che consente di godere di alcuni vantaggi connessi appunto a tale struttura, quali per esempio un bilanciamento dei costi e una maggiore funzionalizzazione della produttività. Il gruppo piramidale, quando non risponde a logiche imprenditoriali ma è utilizzato come CEM avente l'unica finalità di separare controllo e proprietà (tra gli economisti è diffuso l'uso del termine "scatole cinesi"), consente una massima protezione contro le scalate ostili e la fruizione di benefici privati. Le discipline previste per reprimere il fenomeno in esame sono finalizzate a limitare le massime espressioni del gruppo piramidale quale struttura creata in funzione difensiva⁵⁰. In tali casi, *"persuade l'idea che la risposta del legislatore debba essere fornita (...) sul terreno del rafforzamento dei diritti degli azionisti esterni, della trasparenza informativa e della disciplina del conflitto di interessi, nelle sue diverse articolazioni (dalle operazioni con parti correlate, all'insider trading, alla remunerazione degli amministratori)"*⁵¹.

3. La disciplina del voto multiplo in Svezia, Paesi Bassi e Germania: brevi considerazioni.

In Svezia, nel 1912, la legge prevedeva restrizioni alla possibilità di limitare il diritto di voto, ma non arrivando al punto di vietare il voto plurimo, istituto che in quegli anni cominciò ad essere utilizzato⁵². Il *Companies Act* riceve il principio *"one share - one vote"*⁵³, ma riconosce allo statuto delle *corporate* l'eventualità di deviazione dalla proporzionalità tra azioni possedute e voto tramite l'emissione di categorie di

⁴⁹ Cfr.: F. CENZI VENEZZE, (nt. 18), p. 14; CONSOB, *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 7 (2012), reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/report/rapporto_cg/rcg2012.pdf.

⁵⁰ Cfr. G. FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili*, (nt. 36), p. 755 ss.

⁵¹ Cfr. P. MONTALENTI, *I gruppi piramidali*, (nt. 21), p. 331.

⁵² Cfr. A. SCIALOJA, *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, p. 775.

⁵³ Cap. 4, sez. 1, *Swedish Companies Act*: *"All shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2-5"*.

azioni diverse dalle ordinarie, tra le quali le azioni a voto multiplo, addirittura consentendo ad esse di incorporare un diritto di voto fino a 10 volte superiore di quello ordinario con modificazione statutaria attuata attraverso la maggioranza rafforzata dei 2/3⁵⁴. Le azioni a voto plurimo svedesi non vengono offerte su mercati regolamentati e nella prassi non sono quasi mai oggetto di trasferimento. La dottrina ha rilevato come esse non siano altro che il risultato di un compromesso raggiunto tra le esigenze dei proprietari capitalisti e degli istituti finanziari e di credito e quelle del partito socialdemocratico dominante, tormentato dall'idea che signorotti locali e poco fidati e trasparenti potessero accedere e divenire proprietari delle aziende nazionali⁵⁵. In Svezia circa l'80% delle società adotta effettivamente l'istituto che ci occupa e, tra queste, ricordiamo Tele2, Electrolux, H&M⁵⁶.

Nei Paesi Bassi la normativa azionaria di base accolta dal *Dutch Civil Code* è quella rispondente al principio di correlazione tra rischio e potere. Di regola, ogni azione attribuisce il diritto a un voto, essendo però permesso alla società di derogare a tale principio attraverso la creazione di azioni diverse, quindi anche azioni a voto potenziato, potenziamento del voto che dovrà essere proporzionato al valore nominale alle azioni che incorporano tale privilegio⁵⁷. Esempio della proporzionalità tra capitale e voto in società che prevedono l'emissione di tali azioni è lo regola statutaria del gruppo quotato ABN AMRO, noto istituto bancario olandese nel quale *“il capitale sociale è composto da diverse classi di azioni di diverso valore. Le azioni di classe A hanno un valore nominale pari a 1 euro e ciascuna attribuisce cento voti. Le azioni di classe B hanno un valore nominale pari a 0,01 Euro e ciascuna di esse attribuisce un voto”*⁵⁸. Come in Svezia, esse non sono negoziate e

⁵⁴ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 32 s.

⁵⁵ Cfr. M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 11.

⁵⁶ Cfr.: N. NUNZIANTE, M. RESTINO, *Torniamo alle azioni a voto plurimo*, in *Milano Finanza* del 23/01/2008, p. 2; SHERMAN & STERLING_{LLP} - *INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI)*, (nt. 26), p. 75.

⁵⁷ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 32 s. ove si afferma che *“il diritto di voto multiplo può essere attribuito solo alle azioni il cui valore nominale è a sua volta multiplo (e nella stessa misura) del valore delle azioni ordinarie, mentre le frazioni di voto non vengono conteggiate. Tale criterio determina, in sostanza, una proporzionalità tra capitale e voto”*.

⁵⁸ *Ivi*, p. 33, nt. 92.

per garantire la tutela delle minoranza sono previsti *quorum* assembleari rafforzati e meccanismi di trasparenza (quali ad esempio la comunicazione globale dell'impiego dei CEMs, e quindi anche delle azioni a voto multiplo, sia al mercato che agli azionisti)⁵⁹ il cui scopo è quello di “*dosare con prudenza il vantaggio che la sottoscrizione delle azioni a voto plurimo conferisce al socio (normalmente di controllo) che le sottoscrive*”⁶⁰.

Nella prassi lo strumento in esame non è molto diffuso ed è perlopiù adoperato con la finalità di garantire, in prospettiva di *going concern*, stabilità e radicamento nazionale dell'impresa nel lungo periodo, piuttosto che utilizzato per cristallizzare il controllo imprenditoriale della società nelle mani del fondatore o della sua famiglia come avvenuto nel caso dell'azienda olandese produttrice di birra Heineken e del suo fondatore Gerard Adriaan Heineken⁶¹. Altro emblematico esempio riguardante la cristallizzazione del controllo societario per mezzo delle azioni a voto multiplo è il caso di *Fiat Chrysler Automobiles* (FCA), che ricopre il settimo posto al mondo per produzione di auto e che ha sede principale ad Amsterdam (oltre ad essere quotata al NYSE)⁶².

L'ordinamento tedesco, in passato, prevedeva la possibilità di emettere azioni a voto multiplo, stabilendo con l'art. 252 c. comm. del 1897 che “*se esistono parecchie categorie di azioni, il contratto sociale può attribuire alle azioni di una categoria un diritto di voto maggiore di quello spettante alle azioni delle altre categorie*”. La preesistenza di diverse categorie di azioni costituiva una circostanza necessaria per

⁵⁹ *Ivi*, p. 33.

⁶⁰ M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 12.

⁶¹ *Ivi*, par. 11.

⁶² Cfr.: MUCCHETTI M., *Perché va difeso il voto plurimo*, ne *Il Sole 24 ore* del 03/08/2014; M. VENTORUZZO, *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, III, p. 512 ss, in particolare p. 521; *Id.*, *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, in *Law Working Paper N° 288/2015*, march 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.valuwalk.com/wp-content/uploads/2015/04/SSRN-id2574236.pdf>; S. CARBONARA, *The multiple voting structure of the new Fiat-Chrysler is a clear breach of the basic principle of equal treatment of shareholders*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ecgs.org/node/146>; M. CAMPOBASSO, *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni “orizzontale”*, in *Revista elettronica de direito*, 2015, I, p. 12 in cui si osserva che “*si è sussurrato che la Fiat sia emigrata in Olanda perché il nostro ordinamento non consentiva l'emissione di azioni a voto plurimo; se allora fossimo stati più flessibili, forse FCA avrebbe ancora sede a Torino*”.

l'attribuzione di un diritto di voto maggiore, e nella prassi, il diritto di voto plurimo veniva concesso alle azioni fornite di minori benefici patrimoniali, quasi a costituire compenso per la inferiore posizione finanziaria ricoperta⁶³. L'uso del voto plurimo veniva giustificato “*con lo scopo di difendere le società dall'accaparramento straniero; di poi il sistema è stato largamente usato per assicurare il predominio del gruppo fondatore, ed infine per organizzare il controllo delle banche sulle società da esse finanziate*”⁶⁴. Anche in Germania è applicato il principio “*one share - one vote*”. Il diritto di voto è attribuito ad ogni azione, nonostante sia prevista la possibilità, concessa dallo *Stock Corporation Act*, di un conferimento di azioni dotate di differenti diritti, in particolare con riguardo alla distribuzione dei profitti ed altri limiti statutari all'esercizio del voto in assemblea⁶⁵.

Se precedentemente veniva consentito allo statuto societario di emettere azioni a voto multiplo seppur previa autorizzazione ministeriale, la riforma del 1998, anno in cui entrò in vigore il *Control on Transparency in Business Act*, spazzò via tale previsione al fine di prevenire gli effetti distorsivi dell'istituto e per evitare l'alterazione grave dei rapporti dei poteri in sede assembleare. La disposizione statutaria che permetteva l'emissione di azione a voto potenziato rimaneva comunque operativa per un periodo transitorio di 5 anni nelle società che la prevedevano anteriormente alla riforma del 1998 e, per essere mantenuta anche successivamente al 2003, era necessaria una delibera confermativa adottata dall'assemblea degli azionisti - tra i quali non figuravano quelli titolari di un diritto di voto potenziato - con maggioranza almeno del 75% del capitale sociale⁶⁶. Come in Belgio, Francia, Svizzera e Italia (prima del giugno 2014), è stata proibita l'emissione di azioni a voto plurimo⁶⁷.

⁶³ Cfr. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo nel diritto tedesco*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 152 s.

⁶⁴ A. SCIALOJA, (nt. 52), p. 775.

⁶⁵ Sez. 11 Aktg (Aktien Gesetz): “*Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class*”.

⁶⁶ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 39-41.

⁶⁷ M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 11.

4. Il voto plurimo negli Stati Uniti d'America.

Negli Stati Uniti d'America è recepito il principio “un’azione - un voto”, rappresentando la regola di *default* in tutti gli ordinamenti federati. Sono comunque consentiti spostamenti mediante la creazione di categorie di azioni diverse dalle ordinarie, per esempio il *New York Code – Business Corporation* prevede la possibilità di emissione di azioni speciali affiancate però da almeno una categoria di azioni con voto pieno⁶⁸.

Gli Usa vantano una ricca gamma di studi teorici e pragmatici circa la desiderabilità delle azioni a voto potenziato e delle conseguenze economiche e giuridiche che avrebbe la loro previsione ed introduzione negli statuti sociali. Tra le molte ricostruzioni degli esperti in materia non emergono risposte univoche a favore o contro tale strumento di rafforzamento del controllo societario: da un lato, vi è chi vede nelle azioni a voto plurimo una tecnica che conduce all’exasperazione della separazione tra controllo e proprietà e, come effetto, un peggioramento dei problemi di agenzia perché il conflitto di interessi tra controllanti e *managers* comporterebbe decisioni inefficienti tanto sulla struttura corporativa e finanziaria della società, tanto sul versante della contendibilità del controllo, ostacolando scalate potenzialmente efficienti; dall’altro lato, vi è chi vede un incentivo alla quotazione per le società che ammettono le azioni a voto potenziato⁶⁹.

Tali lavori prendono in considerazione la variazione del prezzo di mercato delle azioni e del valore della società, e il livello di volatilità dei prezzi delle azioni; gli studi dimostrano come sia impossibile fornire risposte trasparenti e nette: si pensi, a titolo di esempio, che LinkedIn, società *high-tech* con azioni a voto multiplo, nel periodo successivo alla quotazione del 2011, ha registrato una crescita del prezzo delle azioni del 138%, mentre Zynga e Groupon, sempre operanti nel medesimo settore, una flessione del prezzo del 72 % e, rispettivamente, dell’80%⁷⁰; ancora, si

⁶⁸ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D’ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 41, in particolare nt. 121.

⁶⁹ Cfr. V. DIMITROV, P.C. JAIN, *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, 343 s.

⁷⁰ Cfr. M. VENTORUZZO, (nt. 62), p. 518 s.

pensi allo studio condotto dall'*Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC)* e dall'*Institutional Shareholder Services (ISS)* che pone la sua attenzione sulla relazione che intercorre tra *public company*, società con azionista di controllo che detiene solo azioni ordinarie, società con azionista di controllo che detiene azioni a voto multiplo e la misura della volatilità dei prezzi nel breve e nel lungo periodo. Questo studio rileva come le società prive di un azionista di controllo sembrano essere caratterizzate da un minor rischio rispetto alle società con diverse categorie di azioni sia nello *short* che nel *long term* e che le società che contemplano la regola un'azione - un voto soggiacciono a un rischio di investimento più basso di quelle *dual class* nonostante *“una più bassa volatilità non è necessariamente desiderabile per tutti gli investitori, atteso che i movimenti di prezzo comportano un rischio, ma anche l'opportunità di maggiori guadagni in conto capitale”*⁷¹.

La tabella⁷² illustrativa della volatilità dei prezzi delle azioni nel breve e nel lungo periodo è la seguente (atteso che un valore di volatilità maggiore indica un rischio più elevato):

ownership	1 - YEAR	3 - YEAR	5 - YEAR	10 - YEAR
Non controlled	4.17	7.46	9.59	11.34
All controlled	4.17	7.72	10.48	12.69
Controlled: Single class	3.39	6.26	9.16	10.10
Controlled: Multiclass	4.52	8.30	10.97	13.53

Non può sottacersi quanto sia utile l'apporto del dato statistico che permette *“un'appropriata ricognizione quantitativa dei fenomeni, un'efficace descrizione dei*

⁷¹ *Ibidem*

⁷² IRRC Institute, ISS, Controlled Companies in the Standard and Poor's 1500: *A Ten Year Performance and Risk Review*, 2012, 3 ss.

trend evolutivi degli istituti, uno strumento di verifica dell'intenzione del legislatore"⁷³ ma, a conclusione di questi brevi cenni teorici e applicativi non è possibile affermare che le azioni a voto multiplo siano ben volute dagli investitori o il contrario. Di certo questo strumento, al netto dei campioni considerati, della non necessaria causalità della statistica studiata e del pur sempre ridottissimo margine di inesattezza del dato empirico, è nella prassi regolamentato e molto utilizzato e stupisce che la regolamentazione borsistica sia più restrittiva e stringente di quella societaria statale⁷⁴.

Da un punto di vista storico, il principio in esame non sempre è stato omogeneamente attuato. La disciplina borsistica delle società quotate ed i contratti di quotazione (*listing agreements*), che contengono i requisiti e le condizioni che le quotate e quotande società debbono osservare per conservare la quotazione dei titoli ad essa riferiti, hanno inciso fortemente sulla disciplina della materia circa la creazione di "*multiple-voting shares*" e "*non-voting shares*".

Nel 1926 il *New York Stock Exchange* (Nyse), a seguito dell'emissione di azioni prive del diritto di voto da parte di importanti società statunitensi, per la prima volta precluse la quotazione di *non-voting shares*, e cioè di azioni senza diritto di voto, per poi estendere tale preclusione anche alle azioni a voto limitato⁷⁵. "*La logica alla base di tale policy venne spiegata dal NYSE Listed Company Manual, con riferimento ad un "impegno di lunga durata nella promozione di elevati standards di democrazia societaria" come riflessi nelle regole di "responsabilità sociale, integrità e affidabilità verso gli azionisti"*"⁷⁶ e questa mancata approvazione dell'emissione di azioni prive del diritto di voto fu conseguenza della sfiducia nutrita dagli investitori nei confronti di tali strumenti visti gli effetti della cristallizzazione del controllo in

⁷³ P. MONTALENTI, *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, VI, p. 1068 ss.

⁷⁴ Cfr. M. VENTORUZZO, (nt. 62), p. 520. Inoltre, per una più ampia ricognizione circa gli studi aventi ad oggetto la difesa o la critica dell'istituto in esame cfr. A. PAJUSTE, *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, in *European Central Bank Working Paper Series*, 2005, n. 465, 10 ss.; V. DIMITROV, P.C. JAIN, (nt. 69).

⁷⁵ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 42.

⁷⁶ G. FERRARINI, "*Un'azione - un voto*": *un principio europeo?*, in *Riv. soc.*, 2006, I, p. 24 ss, in particolare p. 40.

mano a istituti di credito pur possedendo azioni ordinarie rappresentanti minoranza del capitale sociale.

In tal modo, le società emittenti tali titoli e aventi l'obiettivo di tutelare la stabilità del controllo e di difendersi dal tentativo di offerte pubbliche di acquisto ostili, a causa dell'intransigenza del Nyse, conquistarono la quotazione in borse concorrenti quali l'Amex e Nasdaq, le quali non seguirono la strategia restrittiva al fine di attrarre le società con "*dual class shares*" e sbaragliare il *New York Stock Exchange*. Quando nel 1984 la General Motors progettò di lasciare il Nyse per poter godere di azioni a voto multiplo quale misura antiscalata, la borsa di New York, al fine di evitare che l'importante società produttrice di autoveicoli disdicesse la propria quotazione rivolgendosi a borse concorrenti, comunicò alla *Security and Exchange Commission* (SEC), l'istituto che vigila sulla borsa valori, di non volersi avvalere più dei *listing standards* precedenti, adducendo la volontà di rendere meno rigorosa l'applicazione del principio "*one share - one vote*" per permettere l'accesso alla quotazione di società strutturate in "*dual class shares*"^{77 78}.

Tuttavia, la SEC non accettò le richieste del Nyse ed introdusse la *Rule 19c-4*, che si atteggiava a regolamentazione degli *standards* di applicazione di tutte le borse e che non ammetteva la creazione di azioni a voto multiplo o inferiore a quello di cui erano fornite le altre azioni ordinarie in occasione di una offerta pubblica di scambio.

La *Rule 19c-4* "*vietava la quotazione in borsa o l'ammissione al Nasdaq di strumenti azionari di un emittente, che avesse emesso strumenti o intrapreso altre operazioni societarie "che avessero l'effetto di annullare, restringere o ridurre in modo non proporzionato i diritti di voto spettanti ad ogni azione" di una o più delle categorie in circolazione*"⁷⁹. Nel 1990, la regola venne impugnata dalla *Business*

⁷⁷ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 43.

⁷⁸ Per esempio, una singola società con struttura azionaria "*dual class*" prevede azioni di classe A (azioni privilegiate nel voto e azioni prive del diritto di voto) e di classe B (azioni ordinarie che conferiscono un voto ciascuna).

⁷⁹ G. FERRARINI, "*Un'azione - un voto*", (nt. 76), p. 41. L'autore continua osservando che la regola 19c-4, tuttavia, "*permetteva offerte pubbliche iniziali di azioni con diritti di voto non proporzionati o successive offerte pubbliche di azioni con diritti di voto inferiori, nonché l'emissione di azioni con minori diritti di voto in acquisizione. Peraltro, essa proibiva la ricapitalizzazione di una società con emissione di due categorie di azioni*".

Roundtable e venne abrogata per eccesso di potere dalla *District of Columbia Court of Appeal*, la quale ribadì che i poteri della SEC riguardassero esclusivamente gli obblighi di informazione societaria.

Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo non conservò la sua efficacia per le società con struttura azionaria “*dual class*” già da tempo prevista, nelle quali le “*multiple - voting shares*” erano permesse, mantenendo invece i suoi effetti restrittivi solo se collegato a emissioni di nuove categorie di azioni⁸⁰.

Nonostante il primo atteggiamento nei confronti del voto potenziato del Nyse fu ostativo da parte del Nyse, oggi sono moltissime le società americane che consentono l'emissione di azioni a voto plurimo⁸¹, molte delle quali conosciutissime da ciascuno di noi: da Facebook, nella quale Mark Zuckerberg, con il 18% delle azioni, ha un diritto di voto in assemblea che pesa per il 57% dei voti esercitabili, a Google, i cui soci fondatori Larry Page e Sergey Brin detengono azioni non negoziabili che conferiscono 10 voti ciascuna tanto da controllare la società attraverso il 56% dei voti in assemblea dei soci.

Vanno annoverate, inoltre, alcune società ad alta capitalizzazione azionaria come Ralph Lauren, Visa, Ups, Nike che esibiscono diverse categorie di azioni⁸². Steven Davidoff Solomon, professore della University of California, Berkeley School of Law, ha osservato che il Manchester United, club di calcio inglese, nel 2012, abbia vagliato come migliore la scelta di quotarsi a New York piuttosto che a Singapore soprattutto per motivi legati alla possibilità di prediligere un sistema azionario duale, facendo sorgere in capo alla borsa del sud-est asiatico l'interrogativo relativo alla modificazione di propri listini regolativi⁸³.

⁸⁰ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 44.

⁸¹ Sui CEMs che permettono alle famiglie americane fondatrici di mantenere il controllo della maggior parte delle imprese statunitensi e a quale costo (per esempio la famiglia Ford che possiede il 6% delle azioni della Ford Motor Company, ma controlla il 40% dei voti, o come la famiglia Tyson che possiede il 45,41% delle azioni ma l'89,05% dei voti della Tyson Foods) cfr. B. VILLALONGA, R. AMIT, *Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms*, 2006, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://wgfa.wharton.upenn.edu/VillalongaAmitControlMechanisms.pdf>.

⁸² Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 46, Tav. 2: “*Recenti IPO sul mercato americano di società con struttura di capitale comprendente diverse categorie di azioni*”.

⁸³ Cfr. M. VENTORUZZO, (nt. 62), p. 516.

Da ultimo, ma non meno importante, non sono da sottovalutare neppure i vantaggi tributari scaturenti dall'utilizzazione di azioni a voto multiplo e che consentono, al contempo, la cristallizzazione del comando e il reperimento di capitale terzo, per esempio, *“in caso di scissione o conferimento di azienda, in cui un trattamento fiscalmente rilevante è condizionato al mantenimento del controllo sull'unità trasferita da parte della società scissa o conferente”*⁸⁴.

5. Le “loyalty shares” francesi tra storia e regolamentazione attuale.

Non risulta agevole predeterminare il luogo ed il periodo in cui l'istituto del voto plurimo sia apparso. Sembra che il privilegio di un diritto di voto potenziato fosse stato attribuito per la prima volta in Francia, intorno al 1910, ma la sua vera diffusione deriverebbe in modo particolare dalla crisi economica del primo dopoguerra. Le società tedesche in quei tempi provvedevano continuamente ad aumentare il proprio capitale con nuove emissioni di azioni a causa della catastrofica svalutazione monetaria del marco⁸⁵. Raramente tali azioni venivano sottoscritte dai vecchi azionisti, con la conseguenza che il capitale delle società risultava frammentato in maniera impressionante così come la stessa composizione assembleare. I signori capitalisti, mutevoli ed amorfi, soggiogavano coloro che impegnavano intelligenza e forze fisiche nell'amministrazione e gestione dell'impresa e questa posizione di inferiorità fu tanto avvertita da trovare nelle azioni a voto plurimo lo strumento idoneo a liberare il consiglio di amministrazione dalla volontà assembleare, mediante accordi stipulati con le banche sottoscrittrici aventi ad oggetto un voto in sintonia con l'operato amministrativo⁸⁶.

Le azioni a voto plurimo venivano frequentemente utilizzate in passato nelle *sociétés anonymes* francesi, non trovando particolari ostacoli nella legge *“in virtù della interpretazione a contrario dell'Art. 34 al. 3 del Code de commerce francese quale*

⁸⁴ *Ibidem*

⁸⁵ Cfr. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 134-136.

⁸⁶ *Ibidem*

*modificato dalla legge del 16 novembre del 1903: sauf dispositions contraires des statuts, les actions de priorité et les autres actions ont, dans les assemblées, un droit de vote égal*⁸⁷. Il voto potenziato consentiva a gruppi ristretti di azionisti - per esempio ai soci finanziatori istituzionali o ai soci fondatori - di tutelare il potere amministrativo e gestionale di cui erano titolari da scalate ostili operate da società straniera, proprio come avveniva in Italia, il cui Codice di commercio del 1882 non vietava espressamente la possibilità di emissione di azioni a voto plurimo⁸⁸. La dottrina francese riconosceva la legittimità normativa delle azioni a voto potenziato, di creazione statutaria o deliberativa dell'assemblea straordinaria, ed il dibattito intellettuale economico e giuridico sull'argomento, in quegli anni, fu tanto vivace ed autorevole, che diverse furono le opere scientifiche pubblicate e le ideologie contrastanti maturate al riguardo. Infatti, *“dato il silenzio della legge, si può affermare che l'unico punto su cui concorda la maggioranza degli scrittori francesi è che le azioni a voto plurimo non si possono ritenere contrarie alle norme che in Francia governano le società per azioni”*⁸⁹.

Tra gli scrittori inclini al riconoscimento dell'istituto in esame, va annoverato Henri Mazeaud, giurista francese nato nel 1900, che concepiva l'azione a voto plurimo come strumento permesso, sempre che fossero accordati vantaggi a tutte le azioni con diritto di voto ordinario. Il Mazeaud, nella sua opera sul voto privilegiato nelle società anonime⁹⁰, definiva l'azione con voto privilegiato *“come quella che conferisce al suo titolare un diritto di voto più elevato di un'altra ma tosto rileva come raramente avvenga che questo speciale privilegio sia l'unico carattere distintivo di una determinata categoria di azioni”*⁹¹ e osservava che, nella generalità dei casi, questa determinata categoria di azioni (conosciute nella prassi con la categoria A, per differenziarle da quelle di categoria B), era caratterizzata da 10 voti

⁸⁷ V. CARIELLO, *“Un formidabile strumento di dominio economico”*: contrapposizioni teoriche, “battaglie” finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, p. 485, in particolare p. 511, nt. 52.

⁸⁸ Cfr. G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo*, (nt. 85), p. 254.

⁸⁹ *Ibidem*

⁹⁰ H. MAZEUD, *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux*, con prefazione di Georges Cohendi, Parigi 1924.

⁹¹ G. FRÈ, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, p. 207.

per azione. Nella pratica furono rintracciate 4 società che attribuivano 100 voti ad azioni A ed addirittura una che ne accordava 400.

L'Autore constatava altresì l'ampia autonomia statutaria riconosciuta alle *sociétés de capitaux* circa la possibilità di limitazione al numero di voti e le materie nelle quali esercitare il relativo diritto, oltre all'inserimento di clausole che vietavano o rendevano difficoltoso il trasferimento delle azioni A. Quest'ultime spettavano solitamente ai promotori della società e, in caso di aumento di capitale, ai vecchi azionisti, se la società versava in condizioni ottimali, mentre, qualora lo situazione fosse stata disastrosa e fosse indispensabile reperire nuovo capitale finanziario per risollevare le sorti dell'impresa, il privilegio avrebbe riguardato soltanto le azioni di nuova emissione, concedendosi eventualmente alle azioni di categoria B un vantaggio nella ripartizione dei dividendi, come indennizzo per l'unico voto ad esse attribuito⁹².

Lo scopo delle azioni a voto plurimo, anche in Francia, consisteva “*nell'assicurare la direzione della società a un azionista o a un gruppo di azionisti che non dispone di capitali sufficienti per avere normalmente la maggioranza nelle assemblee della società*”⁹³ ed Henri Mazeaud riteneva che tale privilegio, concedibile a tutte le azioni diverse dalle altre da formare una categoria speciale, agevolasse la costituzione e la crescita delle società commerciali ed industriali poiché il proprietario di aziende modeste, ma prosperose, avrebbe potuto trasformarle in società per azioni senza perderne il controllo, acquistando azioni a voto plurimo come corrispettivo del conferimento dell'azienda. Inoltre, nei paesi a moneta deprezzata, in cui si sarebbe dovuto far ricorso a finanziamenti esteri per la salvaguardia dell'industria nazionale, nonostante la compravendita di azioni, non si sarebbe persa la gestione della società detenendo azioni a voto plurimo. L'autore osservava che gli azionisti risparmiatori avrebbero conferito il proprio capitale in società che ammettevano le azioni a voto multiplo, solamente negoziando *intuitus personae*, e cioè investendo in quelle società

⁹² *Ibidem*

⁹³ *Ivi*, p. 209.

gestite da azionisti di categoria A verso i quali si nutriva la più completa fiducia, in prospettiva della redditività dell'immobilizzo effettuato.

Sul versante degli effetti negativi delle azioni a voto multiplo, restava probabile il pericolo che il gruppo ristretto di azionisti, detentori di azioni potenziate, potesse estrarre benefici privati a discapito della società e potesse garantirsi un'eccessiva ingerenza gestionale pur non possedendo le dovute competenze (è il caso dell'infedamento bancario delle società che ricorrono all'istituto di credito per ottenere finanziamenti), come è probabile che venisse soppresso uno stimolo pregiato all'attività degli amministratori. A riguardo, però, una prudente legislazione avrebbe permesso di evitare ed ostacolare tali disturbi pur conservando il voto plurimo, largamente diffuso nella prassi, basti pensare che 115 società francesi, dal 1 gennaio 1920 al 30 giugno 1923, emisero azioni con diritto di voto privilegiato, che rappresentava in media il 18% del capitale sociale totale⁹⁴.

Le argomentazioni di coloro che prospettavano un riconoscimento legislativo espresso delle azioni a voto multiplo vennero disattese in modo alquanto inaspettato dal legislatore della legge francese 26 aprile del 1930 che vietò, per il futuro, qualsiasi creazione di azioni a voto privilegiato, nulla disponendo però circa le azioni privilegiate già emesse, dando vita così ad una disputa tra favorevoli e non all'introduzione dell'istituto, che si svolse mediante la presentazione di numerosi progetti di legge a riguardo (il progetto presentato alla Camera dei Deputati dall'on. Lamoreux e quello governativo presentato al Senato erano favorevoli alla soppressione non immediata e assoluta delle azioni con voto multiplo⁹⁵).

Il progetto definito tra commissione parlamentare del commercio e governo francese andò a modificare la suddetta legge⁹⁶ e venne regolarizzato il voto plurimo (*rectius*, il diritto di voto doppio) con la previsione di un nuovo testo che costituisce l'antecedente logico - giuridico dell'art. L225 – 122, primo comma, c. comm.

⁹⁴ *Ivi*, p. 209-211.

⁹⁵ Cfr. C. B. VITERBO, *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, I, p. 220 ss.

⁹⁶ *Ibidem*

Nel 1933 fu tipizzato il principio di necessaria correlazione tra azioni e voto esercitabile in assemblea con una legge del 13 novembre, modificativa del Code de Commerce. Tale principio è tuttora vigente, esplicito nell'art. L225 – 122, primo comma, c. comm. il quale afferma che *“sous réserve des dispositions des articles L. 225-10, L. 225-123, L. 225-124, L. 225-125 et L. 225-126, le droit de vote attaché aux actions de capital ou de jouissance est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix au moins. Toute clause contraire est réputée non écrite*⁹⁷.

L'ordinamento francese, attualmente, in merito alla disciplina del diritto di voto, segue due principi chiave: *“il diritto di voto è collegato alla qualifica di socio; non può essere oggetto di rinuncia da parte dell'azionista o di una convenzione di voto a fronte dell'ottenimento di un corrispettivo in denaro o di altro genere (art. L242-9, n. 3, c. comm.), non può essere ceduto separatamente dal titolo, né l'azionista può esserne privato o essere impedito nel suo esercizio, a meno che la legge non lo preveda espressamente (art. L242-9, n. 1, c. comm.)”*⁹⁸. Si ammette la possibilità, riconosciuta allo statuto sociale, di dotare di un voto doppio, nell'osservanza di alcune condizioni prestabilite, le azioni interamente liberate e possedute per un periodo di almeno due anni, invero, l'art. L225 – 123 comma 1 del Codice di commercio francese prevede che *“un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire”*.

L'indice borsistico CAC40, l'acronimo di *Cotation Assistée en Continu*, è il fondamentale indice di borsa francese e tra le società che lo compongono figurano alcune delle più prestigiose al mondo come Peugeot SA, Danone, Carrefour SA, Sanofi, Société Generale, Michelin (CDGE), Lvmh Moet Hennessy Louis Vuitton

⁹⁷ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 33.

⁹⁸ ANGELILLIS, M.L. VITALI, (nt. 1), p. 384-385.

nelle quali è diffuso il raddoppio del voto e in alcuni casi anche con previsione di un periodo di detenzione delle azioni superiore ai due anni⁹⁹.

Le azioni a voto doppio sembrerebbero classificabili come *loyalty shares*¹⁰⁰ e non come vere e proprie azioni a voto plurimo¹⁰¹. La pluralità del voto è ricollegabile al titolare dell'azione e non al titolo stesso, perciò si preferisce utilizzare la nozione di "azioni di fedeltà a voto doppio" poiché non si tratta di azioni dissimili dalle altre ma di un metodo di calcolo dei voti "*che per semplicità si può chiamare criterio della fedeltà e che, di regola, consiste nell'aver soddisfatto certi requisiti di possesso o titolarità durante un certo periodo di tempo delle azioni per le quali il socio interviene all'assemblea, le azioni restano quelle che erano, ma i voti si contano in modo diverso*"¹⁰². Le stesse qualità sono riferibili alle azioni a voto maggiorato e previste per le società quotate italiane, per le quali, ricordiamo, non è possibile creare azioni a voto plurimo *ex novo*. Come si evinceva dal precedente art. L225 – 123, comma 3, c. comm.¹⁰³, questa maggiorazione del voto veniva espressamente accordata alle azioni nominative detenute da cittadini francesi, da cittadini di Stati membri dell'UE o dello Spazio Economico Europeo (SEE), normativa non prevista

⁹⁹ Cfr. S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCIANO, (nt. 2), p. 35, Tav. 1 – Diffusione delle azioni a voto doppio tra le società componenti l'indice CAC40.

¹⁰⁰ Azioni che attribuiscono un diritto di voto maggiorato a colui che le detiene ininterrottamente per un determinato periodo di tempo.

¹⁰¹ A testimonianza della difformità tra le *loyalty shares* e le azioni a voto multiplo soccorre anche la Direttiva OPA 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (Direttiva OPA), che definisce i "titoli con diritto di voto plurimo" una categoria distinta e separata, connotato non previsto per le azioni a voto doppio/maggiorato.

¹⁰² M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 14.

¹⁰³ Il precedente art. L225-123 cod. com. prevedeva che: "*Un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, eu égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, peut être attribué, par les statuts ou une assemblée générale extraordinaire ultérieure, à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire. En outre, en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double peut être conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit. Le droit de vote prévu aux premier et deuxième alinéas ci-dessus peut être réservé aux actionnaires de nationalité française et à ceux ressortissant d'un Etat membre de la Communauté européenne ou d'un Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen*". Oggi invece il terzo comma dell'articolo citato dispone che: "*Dans les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, les droits de vote double prévus au premier alinéa sont de droit, sauf clause contraire des statuts adoptée postérieurement à la promulgation de la loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, pour toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au nom du même actionnaire. Il en est de même pour le droit de vote double conféré dès leur émission aux actions nominatives attribuées gratuitement en application du deuxième alinéa*".

in Italia e prospettata peraltro da Cesare Vivante negli anni Venti, incline a riconoscere l'attribuzione di azioni a voto multiplo alle società e persone fisiche italiane¹⁰⁴.

6. Governance societaria e tutela della minoranza: riflessioni conclusive.

Con la nozione di *corporate governance* si intende, generalmente, “*il sistema di gestione e di controllo delle società, e in particolare l'insieme dei rapporti tra i dirigenti di questa, il consiglio di amministrazione, gli azionisti e gli altri stakeholders (creditori, dipendenti, autorità pubbliche ecc.) per i quali il controllo sulla gestione della società è in qualche modo rilevante, e il complesso delle regole e processi con cui vengono adottate le decisioni in una società e decisi gli obiettivi aziendali*”¹⁰⁵. E' possibile, fin da subito, cogliere la vastità del tema e per quanto concerne il nostro lavoro risulta doveroso procedere ad una restrizione del campo di indagine occupandoci principalmente del rapporto che intercorre tra l'autonomia statutaria, la quale gode di un'ampia discrezionalità sul versante della *corporate governance*, e la struttura azionaria della società stessa.

Il principio della corrispondenza tra proprietà e gestione, ovvero tra rischio e potere, costituisce un connotato tipologico della società per azioni e lo è da sempre, fin dai tempi della genesi della società medesima, sebbene non siano mancate sue attenuazioni dovute alla necessità di soddisfare due ordini di esigenze: da un lato, quelle di coloro non sono interessati all'esercizio del potere decisionale ma ad un investimento ben remunerato e dall'altro, quelle legate al procacciamento di capitali per l'attività produttiva¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Cfr. V. CARIELLO, “*Un formidabile strumento di dominio economico*”, (nt. 87), p. 561.

¹⁰⁵ L. G. RADICATI DI BROZOLO, *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società Banche e Crisi d'impresa*, vol. I, *Liber amicorum* P. ABBADESSA, 2014, p. 408.

¹⁰⁶ Cfr. M. MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 221, in particolare p. 222 ss.

Con l'introduzione delle azioni a voto plurimo, il principio in esame subisce un'ulteriore sferzata dopo le diverse deviazioni consentite dalla riforma del 2003¹⁰⁷. Peraltro, non sembra condivisibile l'opinione di coloro che, in dottrina, hanno perfino tacciato di "evanescenza" il principio della proporzionalità facendo leva su ragioni che essenzialmente si basano sugli spostamenti da questo consentiti dalla riforma del 2003¹⁰⁸.

Nonostante *"la possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto e di privilegi patrimoniali (...) conferma la multiforme struttura patrimoniale e proprietaria che la moderna società per azioni può assumere, senza che l'incidenza del potere di voto attribuibile a ciascuna categoria di strumenti finanziari in senso lato possa essere con certezza considerata funzione della correlativa partecipazione al rischio di impresa"*¹⁰⁹, non è revocabile in dubbio che il principio imperativo posto dall'art. 2351, secondo comma, c.c. abbia confermato, secondo una diversa lettura¹¹⁰, sia la necessaria composizione della metà del capitale sociale di azioni dotate di pieno diritto di voto, sia l'imprescindibilità del possesso azionario per il controllo societario, imponendo *"la presenza in ogni s.p.a. di un numero di azioni con pienezza di voto in misura almeno pari alla metà del capitale"*¹¹¹.

Infatti, se per l'acquisizione del controllo di diritto di una società - inteso per tale il governo acquisito tramite il possesso *"della maggioranza dei voti esercitabili*

¹⁰⁷ Cfr. M. BIONE, *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 676 ss., in cui già prima della riforma del 2014 l'Autore prospettava un'alterazione *in melius* della regola un'azione - un voto.

¹⁰⁸ A riguardo v.: A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, III, p. 510, in particolare p. 524, in cui viene affermato che *"la flessibilità riconosciuta nell'allocazione del diritto di voto tra categorie azionarie e di strumenti finanziari pare ulteriormente confortare la tesi dello sgretolamento del principio di corrispondenza tra potere e rischio d'impresa nel sistema della società per azioni"*; B. MASSELLA DUCCI TERI, *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2014, p. 746 ss.

¹⁰⁹ A. POMELLI, (nt. 108), p. 524.

¹¹⁰ Cfr. G.P. LA SALA, (nt. 20), p. 116 ss.

¹¹¹ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 266, in particolare p. 268. Cfr. inoltre M. BIONE, *Il voto multiplo*, (nt. 107), p. 682 s., in cui l'Autore nutre dubbi circa il limite posto dall'art. 2351, secondo comma, c.c. e la sua influenza sull'equilibrio tra rischio e potere; infatti, intervenendo non sui diritti di voto ma sulla stessa partecipazione sociale, l'assegnazione non proporzionale di azioni ai sensi dell'art. 2348, secondo comma, c.c. non pare essere sottoposta ad alcuna limitazione e, se il secondo comma dell'art. 2351 c.c. *"mira ad evitare che la concentrazione del potere in un'aliquota del capitale che l'opzione legislativa reputa troppo bassa, sta di fatto che un'assegnazione non proporzionale, pure non alterando il rapporto tra partecipazione e voto, fa comunque sì che il potere deliberativo non sia più commisurato a quanto il socio ha conferito e, per ciò stesso, al rischio che si è assunto"*.

nell'assemblea ordinaria", argomentando *ex art. 2359, primo comma, n. 1), c.c.*¹¹² - in cui regnasse in maniera rigorosa il principio di stretta correlazione tra l'azione e il voto, sarebbe necessario detenere il possesso del 50% più una delle azioni con voto pieno, successivamente al d. lgs. n. 6/2003, in una società in cui le deviazioni dal suddetto principio fossero consentite nella loro massima misura (entro il limite dell'art. 2351, secondo comma, c.c.), la soglia del controllo di diritto arretrerebbe al 25% (1/4) più un'azione a voto pieno.

Dal 2003 questa soglia è considerata dal legislatore la percentuale minima del controllo e di equilibrio tra potere deliberativo e investimento, invalicabile dall'autonomia statutaria.

Tuttavia, preme ricordare che nel caso in cui il capitale sociale fosse composto da azioni caratterizzate da un tetto massimo di voto o dal voto scalare, il governo societario potrebbe concentrarsi in una quota minore al 25% più uno ove venissero emesse azioni prive del diritto di voto fino alla misura massima della metà del capitale sociale. Invero, avvalendoci di esempi tratti da autorevole dottrina¹¹³, nel caso di una società in cui 5 soggetti avessero sottoscritto l'80% del capitale sociale, detenendo ciascuno una quota del 16% e i cui voti siano limitati a tre (tetto massimo), il controllo societario spetterebbe al restante 20% che non soffre limitazioni di voto. E ancora, nel caso in cui il capitale sociale fosse composto da 1000 azioni, delle quali 800 sottoscritte da due soci nella misura di 400 azioni ciascuno, nel caso in cui lo statuto della società prevedesse il voto scalare caratterizzato dall'attribuzione del diritto di voto ad ogni azione fino a un massimo di cinquanta, un voto ogni due azioni per le azioni oltre le cinquanta ma sino a cento, un voto ogni dieci azioni per le azioni oltre le cento ma sino a duecento e un voto ogni venti azioni per

¹¹² Art. 2359 c.c.: *"Sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa. Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in borsa"*.

¹¹³ Cfr. M. BIONE, *Il voto multiplo*, (nt. 107), p. 676, in particolare nt. 37-38.

l'eccedenza, il voto dei due soci, calcolato complessivamente, ammonterebbe al numero di 190 voti e di conseguenza il controllo societario sarebbe nelle mani di quella minoranza azionaria per la quale non opera il tetto al di sopra del quale fosse previsto lo scaglionamento e che rappresenta 1/5 del capitale sociale (200 azioni e 200 voti).

A seguito della riforma del 2003 non venne a mancare chi giudicò il divieto di azioni a voto plurimo anacronistico e privo di portata concreta sulla base della *“banale constatazione che il diritto di voto rileva in termini di potere non per il numero assoluto dei voti che l'azione attribuisce, bensì per il suo rapporto con il totale dei voti che possono essere espressi in assemblea”*¹¹⁴.

Venne osservato che anche con la semplice assegnazione di azioni senza diritto di voto potesse raggiungersi il medesimo risultato conseguibile attraverso il possesso di azioni con diritto di voto plurimo ed oggi, con più forza, si ammette che l'innovazione del voto plurimo apportata nel 2014 rilevarebbe solamente da un punto di vista quantitativo e non qualitativo, in quanto il cumulo delle due tecniche del voto plurimo e delle azioni senza diritto di voto, attuate nella loro massima portata, avrebbe semplicemente l'effetto di ridurre al 12,5% più 1 azione a voto pieno, senza poter prescindere comunque dal possesso azionario, ribadendo con ciò *“la centralità dell'azione e la sua pensabilità indipendentemente dalla persona del socio”*¹¹⁵.

Con l'avvento delle azioni a voto plurimo, la correlazione tra rischio e potere si espone a flessioni variabili, ma non necessariamente il voto plurimo inciderà in maniera diversa e più diretta di quanto già possibile precedentemente: se il capitale fosse composto da metà azioni ordinarie e metà azioni con voto doppio o metà azioni con voto triplo, la percentuale del controllo si attesterà al 37,6 % e, rispettivamente, al 33,4 %¹¹⁶, ma queste soglie del controllo societario sarebbero comunque superiori

¹¹⁴ C. ANGELICI, in AA. VV., (nt. 20), p. 213.

¹¹⁵ G.B. PORTALE G.B., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, p. 135.

¹¹⁶ Cfr. M. BIONE, *Il principio della corrispondenza*, (nt. 111), p. 270 ss., in particolare nt. 8, in cui viene spiegato, con esempi numerici e lodevole chiarezza, il raggiungimento di tali soglie: *“fatto pari a 1000 l'ammontare del capitale sociale e la sua suddivisione in 500 azioni ordinarie e in 500 azioni attributive di due voti, il possesso di 376 di queste ultime consente di esprimere in assemblea 752 voti (376 x 2) di contro ai 748 voti spettanti alle altre azioni (500 alle azioni ordinarie + 124 x 2 alle rimanenti azioni a voto multiplo). Se, per*

a quelle scaturenti dalla composizione del capitale sociale in metà azioni ordinarie e metà azioni senza voto, ove il controllo di diritto si otterrebbe col possesso del 25% più un'azione a voto pieno, non producendo quindi un divario tra investimento e potere deliberativo maggiore rispetto a quello attuabile in precedenza. L'arretramento della soglia che garantisce il governo societario si verificherà, invece, qualora il capitale sociale fosse rappresentato da metà azioni attribuenti il diritto di voto e l'altra metà da azioni a voto compreso, limitato o escluso: in questo caso basterebbe il possesso del 16,8% del capitale sociale composto da azioni che attribuiscono due voti ciascuna, o il 12,6% del capitale sociale costituito da azioni con tre voti ciascuna¹¹⁷.

Nel nostro ordinamento, pertanto, con l'introduzione delle azioni a voto plurimo nel 2014, la detenzione di 1/8 del capitale sociale costituisce il margine minimo per l'acquisizione del controllo di diritto della società¹¹⁸.

Dalle suddette riflessioni si evince che un rapporto di proporzionalità tra rischio e potere è indispensabile, seppur rappresentato da una quota minima di capitale sociale¹¹⁹ e che l'autonomia statutaria non può operare senza alcuna limitazione,

converso, a queste ultime venissero assegnati tre voti, sarebbe sufficiente il possesso di 334 azioni per esprimere 1.002 voti (334 x 3) di contro ai 998 voti che competono alle altre azioni (500 alle azioni ordinarie + 166 x 3 alle rimanenti azioni a voto multiplo)".

¹¹⁷ *Ivi*, in particolare nt. 9, in cui viene spiegato, con esempi numerici di lodevole chiarezza, il raggiungimento di tali soglie: fatto pari a 1000 azioni l'ammontare del capitale sociale, di cui solo 500 attribuiscono il voto (le restanti essendo a voto limitato, condizionato o escluso), basterebbero 168 azioni dotate ciascuna di due voti (quindi 336 voti) per ottenere la maggioranza in assemblea di contro alle restanti 334 dotate di un voto; basterebbero 126 azioni dotate ciascuna di tre voti (quindi 378 voti) di contro alle restanti 374 dotate di un voto.

¹¹⁸ *Ivi*, par. 2, ove si afferma che "il 12,6% (id est 1/8) del capitale rappresenta la soglia minima e non ulteriormente comprimibile al disotto della quale non si dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria e non v'è, di conseguenza, controllo di diritto"; Al riguardo, e in maniera più chiara, si esprime B. MASSELLA DUCCI TERI, *Il decreto Competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 470, in particolare nt. 11, in cui viene evidenziato che: "Dato che non più del 50% del capitale può essere costituito da azioni senza diritto di voto (quindi, 100% - 50% = 50%) e che alle azioni a voto multiplo non può essere attribuito più di tre voti per azione, sarà sempre necessario essere in possesso di almeno 12,5% più 1 delle azioni per avere il controllo di diritto della società (si consideri infatti, da un lato, che 12,5% x 3 = 37,5%; e che 50% - 12,5% = 37,5%". Inoltre cfr. A. SCIALOJA, (nt. 52), p. 780 ss. in cui l'Autore, già negli anni '90, affermò che "mantenendo entro limiti ristretti il numero dei voti, si evitano o si restringono grandemente talune possibilità di abusi. Il dominio della società non potrà che essere ottenuto che col possesso di una quota ragguardevole del capitale, e ciò basterà assai spesso a stabilire una perfetta coincidenza tra l'interesse del gruppo dominante e l'interesse generale della società, ad evitare una gestione avventata, ad impedire l'annichilimento dei soci ordinari".

¹¹⁹ Anche nei casi in cui si ammette l'erosione del rapporto proporzionale tra potere e rischio, "non è affatto inevitabile che se ne possa/debba trarre come conseguenza, non solo sul piano interpretativo ma pure su quello di predisposizione delle norme, che quel rapporto possa essere liberamente e discrezionalmente smentito in misura ulteriore". Cfr. V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, (nt. 18), p. 178.

nonostante questa, con la riforma del 2014, sia stata notevolmente ampliata¹²⁰. Si potrebbe dunque affermare che *“non v'è potere (...) senza partecipazione azionaria, come non vi può essere controllo di diritto se tale partecipazione non raggiunge certe soglie percentuali del capitale sociale; se di tramonto del rapporto proporzionale tra potere e rischio si vuol continuare a parlare, dovrà essere ben chiaro che il fenomeno a cui si assiste è quello del calar del sole e non di una vera e propria eclisse totale”*¹²¹. Inoltre, *“il principio della correlazione, in termini di proporzionalità tra potere e rischio, rimane pur sempre una eliminabile chiave di volta dell'ordinamento delle società di capitali e il punto di partenza obbligato quando si tratti di verificare se e fino a qual punto l'autonomia statutaria può derogarvi senza stravolgerne gli stessi profili tipologici”*¹²².

Il legislatore del 2014, nella sua opera riformatrice, ha mostrato scarsa accortezza nel delineare compiutamente la fattispecie del voto plurimo in relazione alla tutela della minoranza. Invero, non pare irragionevole *“sostenere che essa risulti carente o, comunque, insoddisfacente e non efficiente ed efficace sul piano della tutela delle minoranze non di comando in quanto disciplina non calibrata in modo da assicurare, a fronte dell'impiego delle superiori azioni come azioni di dominio, un riequilibrio dei rapporti di potere tra i soci”*¹²³.

La disciplina normativa avrebbe potuto corredare la materia di alcune previsioni, anche *“per evitare un uso opportunistico delle ricapitalizzazioni con emissione di azioni a voto plurimo”*¹²⁴, ed una tutela maggiore delle minoranze, quali ad esempio: una limitazione all'uso del voto plurimo in alcune materie per le quali il codice prevede una maggioranza qualificata; la conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie qualora vengano meno le giustificazioni economiche che hanno spinto la società ad emettere azioni a voto potenziato; la competenza esclusiva

¹²⁰ Cfr. M.S. SPOLIDORO, (nt. 3), par. 17. Viene osservato che l'incremento degli spazi di autonomia sia di per sé un bene, *“ma non è affatto necessario usare in concreto tutte le facoltà che la legge concede”*.

¹²¹ M. BIONE, *Il principio della corrispondenza* (nt. 111), p. 272.

¹²² *Id.*, *Il voto multiplo*, (nt. 107), p. 683.

¹²³ V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, (nt. 18), p. 191.

¹²⁴ M. SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto”*, in *Riv. not.*, 2014, V, p. 921, in particolare p. 941.

dell'assemblea per le deliberazioni concernenti l'aumento di capitale sociale mediante emissione di azioni a voto plurimo precedute da pareri qualificati dell'organo di controllo o da relazioni dell'organo di gestione; una procedura di *whitewash* che consenta ad una predeterminata quota di capitale sociale, quindi ad una minoranza qualificata, di fungere da nullaosta e di esprimere il proprio dissenso a carattere preventivo circa le deliberazioni di aumento di capitale sociale mediante emissione di azioni a voto multiplo; l'attribuzione legislativa del diritto di recesso in caso di introduzione delle azioni a voto plurimo; la previsione di un diritto di prelazione in capo ai soci titolari di azioni ordinarie in relazione alle azioni a voto plurimo di nuova emissione¹²⁵; l'attribuzione di un beneficio patrimoniale ai soci ordinari in presenza di azioni potenziate nel voto¹²⁶.

¹²⁵ Cfr. A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio one share on vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, X, p. 1048 ss., in particolare p. 1057; S. ALVARO, A. CIAVARELLA, D. D'ERAMO, N. LINCiano, (nt. 2), p. 61-64.

¹²⁶ Cfr. V. CARIELLO, *Azioni a voto potenziato*, (nt. 18), p. 191 ss., il quale osserva che, già di per sé, una disciplina "espressa" vale come tutela della minoranza, la quale non vagherebbe nei meandri oscuri della società e godrebbe della tanto sperata trasparenza di governo. Inoltre, l'Autore ritiene che l'utilizzo "diretto" del voto plurimo, ovvero l'assegnazione di azioni potenziate in capo a "specifiche" minoranze, potrebbe fungere da un lato, come meccanismo difensivo per scongiurare comportamenti tirannici, dall'altro lato, come meccanismo offensivo in grado di stimolare l'attivismo dei soci e di insidiare, da ultimo, il potere di controllo del gruppo di comando, incoraggiando una gestione societaria efficiente da parte di quest'ultimi.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV. *Problemi d'attualità: voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'opa*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 210.
- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1975.
- ABBADESSA P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e Mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, I, p. 3.
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994.
- ABRIANI N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I, p. 131.
- ABRIANI N., *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario Cottino e altri*, Bologna, Zanichelli, 2004.
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato Cottino*, vol. IV, tomo 1, Padova, 2010, p. 231.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014, p. 8.
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 29.9.2014.

- ALBERTI M., *Commentario breve al diritto delle società*³, Wolters Kluwer - Cedam, 2015.
- ALVARO S., CIAVARELLA A., D'ERAMO D., LINCIANO N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in *Quaderni giuridici CONSOB*, n. 5, gennaio 2014.
- ANGELICI C., *Le disposizioni generali sulla società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, Torino, Utet, 1985.
- ANGELICI C., *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, p.1.
- ANGELICI C., *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, Giuffrè, 1992.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali, lezioni di diritto commerciale*², Padova, Cedam, 2006.
- ANGELICI C., *Principi e problemi*, In *Trattato Cicu-Messineo*, vol. I, Milano, Giuffrè, 2012.
- ANGELILLIS A., VITALI M.L., *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008.
- ANNUNZIATA F., GIOMBINI A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal Decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, 2014, reperibile in internet al seguente indirizzo:

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/annunziata_f_e_giom_bini_a_la_disciplina_del_voto_plurimo_introdotta_dal_decreto_competitivita_pegno_usufrutto_e_sequestro_di_azioni_a_voto_plurimo_2014_0.pdf.

- ASCARELLI T., *Sul voto plurimo nelle società per azioni*, in *Arch. Giur.*, 1925.
- ASCARELLI T., *Studi in tema di società*, Milano, Giuffrè, 1952.
- ASCARELLI T., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 3.
- ASCARELLI T., *Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 995.
- ASQUINI A., *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 929.
- BARCELLONA E., *Rischio e potere nel diritto societario riformato*, Torino, Giappichelli, 2012.
- BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, in *NBER Working Paper Series 6951*, febbraio 1999, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.nber.org/papers/w6951.pdf>.
- BENEDETTELLI M.V., *Offerte pubbliche d'acquisto e concorrenza tra ordinamenti nel sistema comunitario*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, V, p. 551.

- BERLE A.A., *Power Without Property: A New Development in American Political Economy*, Harcourt, 1959.
- BIANCA C.M., *Diritto civile*, III, *Il contratto*², Milano, Giuffrè, 2000.
- BIONE M., *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. II, tomo I, Torino, Utet, 1991.
- BIONE M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giur. comm.*, 2011, V, p. 663.
- BIONE M., *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, 2015, II, p. 266.
- BRUNER R.F., CARR S.D., *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, John Wiley & Sons, 2007.
- BUONOCORE V., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, Giappichelli, 2015.
- BUSANI A., *Ampi spazi all'autonomia statutaria*, ne *Il Sole 24 ore* del 07/04/2015.
- BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Le società*, 2014, X, p. 1048 ss.
- CABIATI A., *Il progetto del nuovo codice di commercio e le azioni privilegiate*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 9.

- CALVOSA L., *La partecipazione eccedente e i limiti al diritto di voto*, Milano, Giuffrè, 1995.
- CAMBOPASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, Utet, 1988.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*⁸, Torino, Utet, 2013.
- CAMBOBASSO G.F., *Manuale di diritto commerciale*⁶, Torino, Utet, 2015.
- CAMPOBASSO M., *La tutela delle minoranze nelle società quotate: dall'eterotutela alla società per azioni "orizzontale"*, in *Revista electronica de direito*, 2015, I.
- S. CARBONARA, *The multiple voting structure of the new Fiat-Chrysler is a clear breach of the basic principle of equal treatment of shareholders*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ecgs.org/node/146>.
- CARIELLO V., *"Un formidabile strumento di dominio economico": contrapposizioni teoriche, "battaglie" finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due Guerre Mondiali*, in *Quaderni fiorentini*, tomo 1, 2015, p 485.
- CARIELLO V., *Azioni a voto potenziato, "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, 2015, I, p. 164.
- CASSINELLI G., *Le azioni a voto plurimo nelle società anonime: diritto vigente-riforma della legge*, Roma, L'universale, 1925.

- CENGIA C., F. FIANDACA F., *Azioni a voto “diverso” e quorum assembleari: la massima n. 144 del Consiglio Notarile di Milano*, 17-6-2015.
- CENZI VENEZZE F., *The Costs of Control-Enhancing Mechanisms: How Regulatory Dualism Can Create Value in the Privatization of State-Owned Firms in Europe*, LLM Paper Harvard Law School, August 29, 2013, p. 4.
- CIAN M., *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 382.
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, Giuffrè, 2006.
- CIAN M. (a cura di), *Diritto commerciale*, vol. II, Torino, Giappichelli, 2014.
- CIAN M., *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Liber Amicorum* G.F. Campobasso, vol. I, Torino, Utet, 2006 p. 735 ss.
- COSTI R., *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Liber Amicorum* G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, Utet, 2006. p. 727 ss.
- COTTINO G., *Le società. Diritto commerciale*, vol. I, tomo 2, Padova, Cedam, 1999.
- COTTINO G., *Diritto societario*², Padova, Cedam, 2011.

- DAMIANI M., *Costi di agenzia e diritti di proprietà: una premessa al problema del governo societario*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://www.ec.unipg.it/DEFS/uploads/qd03.pdf>.
- DAVIDOFF SOLOMON S., *In Manchester United's I.P.O., a Preference for American Rules*, in *DealBook New York Times*, 10 July 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://dealbook.nytimes.com/2012/07/10/in-manchester-uniteds-i-p-o-a-preference-for-u-s-rules/?_r=0
- DE ANGELIS L., *Voto multiplo, rischi di abuso della minoranza*, in *Italia Oggi*, 23.08.2014, p.24.
- DE ANGELIS L., *Voto plurimo, mano agli statuti*, in *Italia Oggi*, 1.09.2014, p. 18.
- DI SABATO F., *Diritto delle società*³, Milano, Giuffrè, 2011.
- DIMITROV V., JAIN P.C., *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long – run stock returns*, in *Journal of Corporate Finance*, 2006, 343 s.
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991.
- EINAUDI L., *A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)*, in *La Riforma Sociale*, 1934, p. 626.
- ELENA L., *Le azioni con voto plurimo o con voto altrimenti privilegiato nelle Società Commerciali Italiane*, Torino, F.illi. Bocca, 1927.

- ENRIQUES L., *Mercato del Controllo Societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'OPA obbligatoria*, Bologna, Il Mulino, 2002.
- FERRARINI G., *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. soc.*, 2000, V, p. 737.
- FERRARINI G., "Un'azione - un voto": un principio europeo?, in *Riv. soc.*, 2006, I, p. 24.
- FERRI G., *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 177.
- FERRI G., *Le società*³, in *Trattato Vassalli*, vol. X, tomo 3, Torino, Utet, 1987.
- FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*¹⁴, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri Torino, Utet, 2014.
- FERRI G. jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 805.
- FERRI G. jr, *Investimento e conferimento*, Milano, Giuffrè, 2001.
- FERRO LUZZI P., *La «diversa assegnazione delle azioni» (art. 2346, comma 4, c.c.)* in *Liber Amicorum G. F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006.
- FINZI E., *Società controllate*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, p. 467.

- FORMICA C., *Commento agli artt. 2346-2354 c.c.*, in *Commentario Maffei Alberti*, vol. I, Padova, Cedam, 2005.
- FRANCESCHELLI R., *Passaggio a capitale di saldi attivi di rivalutazione monetaria, azioni a voto plurimo e compiti dell'Autorità Giudiziaria*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, II, p. 196.
- FRE' G., *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, p. 207.
- FRE' G., *Le azioni a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, pp. 121 – 253 – 489.
- GALBRAITH J. K., *Il grande crollo*, BUR, 2003.
- GALGANO F., GENGHINI R., *Il nuovo diritto societario*³, in *Trattato Galgano* vol. XXIX, tomo 1, Padova, Cedam, 2006, p. 208.
- GENTILE E., *Fascismo. Storia e interpretazione*, collana Economica Laterza, Editori Laterza, 2005.
- GHEZZI F., *Commento all'art. 2353 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008.
- GRASSETTI C., *Azioni a voto plurimo e aumento di capitale per conguaglio monetario*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, p. 81.
- GRECO P., *Azioni gratuite a voto plurimo*, in *Riv. dir. comm.*, 1947, I, p. 68.

- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1999.
- GUACCERO A., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma tra classico e moderno*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, III, p. 419.
- HAYDEN G.M., BODIE M.T., *The false promise of one share, one vote*, in *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 08-01*, p. 34.
- HOBSBAWM E., *Il secolo breve 1914-1991*, Collana Saggi, Milano, BUR, 2014.
- JAEGER P.G., *Gli azionisti: spunti per una discussione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, p. 23.
- LAMANDINI M., *Capitale di rischio, capitale di debito, e diritto di voto. Spunti per la riforma del diritto societario*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, p. 355.
- LAMANDINI M., *Società di capitali e struttura finanziaria: spunti per la riforma*, in ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, p. 277 ss.
- LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al XXVIII Convegno di studio su Unione Europea: *concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.
- LA MARCA E., *Azioni(sti) con voto maggiorato: primi spunti*, ne *I battelli*

del Reno, 2014.

- LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2011.
- LIBERTINI M., C. ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I.
- LIBONATI B., *Corso di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 2009.
- LIBONATI B., P. FERRO LUZZI P., *Categorie di azioni e aumento di capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, p. 703.
- LORDI L., *Sul progetto del nuovo codice di commercio*, in *Riv. dir. comm.*, 1926, I, p. 271.
- MAGLIANO R., *La regola di neutralizzazione e le deviazioni dal principio di proporzionalità tra rischio e potere: ancora dubbi sulla compatibilità comunitaria della legislazione italiana sui poteri speciali*, in *Riv. comm. internaz.*, 2010, I, p. 61.
- MARCHETTI P., *Intervento in assemblea*, in *Contr. Impr.*, 1986, p. 985.
- MARCHETTI P., *Commento all'art. 20 del D.L. Competitività (azioni a voto maggiorato, a voto plurimo ed altro)*, Relazione al Convegno 22 settembre 2014 presso Consiglio notarile di Milano, reperibile su www.marchettilex.it, area updates, 5.

- MARCHETTI P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, II-III, p. 448.
- MARCHISIO E., *La “maggiorazione del voto” (art. 127 quinquies t.u.f.): récompense al socio “stabile” o trucage di controllo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, p. 78.
- MARINI M.A., *La struttura del capitale dell’impresa, i costi di agenzia e l’informazione asimmetrica*, in *Lezioni di economia monetaria*, 2004, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.econ.unirb.it/materiale/1010_lezEMv.pdf
- MAROCCHI M., *Sull’attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 221.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Riv. dir. soc.*, 2013.
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Il decreto Competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all’italiana*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, p. 465.
- MAZEUD H., *Le vote privilégié dans les sociétés de capitaux, con prefazione di Georges Cohendi*, Parigi, 1924.
- MENGOZZI P., *Istituzioni di diritto comunitario e dell’Unione Europea*, Padova, Cedam, 2003.
- MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, Giuffrè, 1960.

- MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e simmetria del mercato*, in *Riv. soc.*, 2008, II-III p. 326.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: bilanci, prospettive, proposte di restyling*, in *Giur. comm.*, 2014, VI, p. 1068 ss.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, relazione al XXVIII Convegno di studio su *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.
- MUCCHETTI M., *Perché va difeso il voto plurimo*, ne *Il Sole 24 ore* del 03/08/2014.
- NARZOZZI G., PILUSO G., *Il sistema finanziario e la borsa*, in *Tra imprese e Istituzioni. 100 anni di Assonime, 2, il sistema finanziario e la borsa*, Laterza, Roma-Bari, 2010.
- NEGRI G., *Voto plurimo per l'intero capitale*, ne *Il Sole 24 ore* del 7/04/2015, p. 106.
- NIGRO G.L., *Voto plurimo e voto maggiorato: superato il principio "un'azione un voto" per gli azionisti delle s.p.a.*, in *Quotidiano giuridico*, 5 settembre 2014.
- NOTARI M., GIANNELLI A., *Commento all'art. 2346 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008.

- NOTARI M., *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca e borsa*, 2003, I, p. 542.
- NOTARI M., *Note a margine dei primi dati statistici sugli effetti della riforma delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 385.
- NOTARI M., *Commento all'art. 2348 c.c.*, in *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008.
- NOTARI M., in *Diritto delle società. Manuale breve⁴*, Milano, Giuffrè, 2008
- NOTARI M., *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber amicorum G.F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006, p. 593.
- NUNZIANTE N., RESTINO M., *Torniamo alle azioni a voto plurimo*, in *Milano Finanza* del 23/01/2008, p. 2.
- OPPO G., *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 297.
- OPPO G., *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 1220
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I.
- OPPO G., *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006, p. 713 ss.

- PAGANO M., PANUNZI F., ZINGALES L., *Osservazioni sulla riforma della disciplina dell'opa, degli obblighi di comunicazione del possesso azionario e dei limiti agli incroci azionari*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 168.
- PAGNI V., *La grande depressione economica mondiale del 1929 e la crisi di oggi*, Sassoscritto, 2011.
- PAJUSTE A., *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, in *European Central Bank Working Paper Series*, 2005, n. 465, p. 10 ss.
- PASQUARIELLO C., *Commento all'art. 2351 c.c.*, in *Commentario Grippo*, vol. I, Torino, Utet, 2009.
- PICONE F., *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, p. 755.
- PLATEROTI A., *Una cura che aiuta le IPO*, ne *Il Sole 24 ore* del 01/082014.
- POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 510.
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. I, tomo 2, Torino, Utet, 2004.
- PORTALE G.B., *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, p. 325.

- PORTALE G.B., *Tra diritto dell'impresa e metamorfosi della s.p.a.*, in *Società, Banche e Crisi d'impresa, Liber amicorum P. Abbadessa*, vol. I, Milano, Utet, 2014.
- PORTALE G.B., *La società per azioni. Principi e problemi (scintillae iuris)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, II, p. 135.
- PORZIO M., *Sulla invalidità della deliberazione di emissione di azioni a voto plurimo*, in *Banca e borsa*, 1960, II, p. 608.
- PSARAKIS G., *One share – one vote and the case for a harmonised capital structure*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 725.
- RADICATI DI BROZOLO L.G., *Autonomia privata e vincoli normativi in tema di corporate governance*, in *Società Banche e Crisi d'impresa*, vol. I, *Liber amicorum P. ABBADESSA*, 2014.
- RAVA' R., *Il voto plurimo nella società per azioni*, Bologna, Zanichelli, 1929.
- RICCARDI A., *Il principio "one share one vote": profili di etica, economia e diritto*, in *Seminario interdisciplinare sul tema etica, economia e diritto*, Genova, 9 gennaio 2009.
- ROSSI F., *Strutture proprietarie e benefici privati del controllo*, Roma, Aracne, 2005.

- SAGLIOCCA M., *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”:* tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto”, in *Riv. not.*, 2014, V, p. 921.
- SALANITRO N., *La riforma delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, V, p. 561.
- SALANITRO N., *Cenni tipologici sugli strumenti finanziari diversi dalle azioni*, in *Liber Amicorum G.F. Campobasso*, vol. I, Torino, Utet, 2006, p. 719 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario. Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs., 17 gennaio 2003, nn. 5 e 6*, Milano, 2003.
- SCIALOJA A., *Il voto plurimo nelle società per azioni*, in *Foro it.*, 1925, I, p. 763,
- SCOGNAMIGLIO G., *Tutela del socio e ragioni dell’impresa nel pensiero di G. Oppo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I.
- SFAMENI P., *Commento all’art. 2350 c.c.*, In *Commentario Marchetti*, Milano, Giuffrè, 2008.
- SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, Cedam, 1974.
- SPOLIDORO M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, relazione al XXVIII Convegno di studio su *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Courmayeur, 19-20 settembre 2014.

- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2346 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art 2351 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2353 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004.
- STAGNO D'ALCONTRES A., *Commento all'art. 2376 c.c.*, in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, vol. I, Napoli, Jovene, 2004.
- TALLMAN E.W., MOEN J.R., *Lessons from the Panic of 1907 in Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 75, 1990.
- TASSINARI F., *Le azioni a voto plurimo nelle società non quotate: convenienze nell'utilizzo e ipotesi di clausole*, in *Società e Contratti. Bilancio e Revisione*, 2014.
- TEDESCHI C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le società*, 2015, p. 1073.
- TOMBARI U., *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 965.
- VENTORUZZO M., *Un'azione, un voto: un principio da abbandonare?*, in *Giur. comm.*, 2015, III, p. 512.

- VENTORUZZO M., *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, in Law Working Paper N° 288/2015, march 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo:<http://www.valuwalk.com/wp-content/uploads/2015/04/SSRN-id2574236.pdf>.
- VIETTI M., AULETTA F., LO CASCIO G., TOMBARI U., ZOPPINI A. (a cura di), *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, Giuffrè, 2006
- VILLALONGA B., AMIT R., *Benefits and Costs of Control-Enhancing Mechanisms in U.S. Family Firms*, 2006, reperibile in internet al seguente indirizzo:<http://wgfa.wharton.upenn.edu/VillalongaAmitControlMechanisms.pdf>.
- VISENTINI G., *Argomenti di diritto commerciale*, Milano, Giuffrè, 1997.
- VISENTINI G., *La teoria della personalità giuridica ed i problemi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1999, I, p. 89.
- VITALI M.L., *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Riv. soc.*, 2007, IV, p. 904-909.
- VITERBO C.B., *Le azioni a voto plurimo in Francia*, in *Riv. dir. comm.*, 1931, I, p. 220.
- VIVANTE C. , *I progetti di riforma sul voto plurimo nelle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1925, I, p. 435.

- VIVANTE C., *Proposte per la disciplina delle azioni a voto multiplo*, in *Riv. banc.*, 1925, p. 58.
- VIVANTE C., *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, I, p. 317.
- VIVANTE C., *Per la riforma delle società anonime. Istituzione di un ufficio centrale di controllo e di riforma sulle società anonime*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, I, p. 500.
- ZINGALES L., *Quel voto plurimo così opaco*, ne *Il Sole 24 ore* del 01/08/2014.
- ZINGALES L., *Il voto plurimo favorisce le “piramidi”*, ne *Il Sole 24 ore* del 03/08/2014.

GIURISPRUDENZA

Corte di Cassazione

- Cass., 15 luglio 1926, in *Riv. dir. comm.*, 1926, II.

MASSIME NOTARILI

- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 136 – 13 maggio 2014, *Azioni a voto contingentato o scaglionato (art. 2351 c.c.)*.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 144 – 19 maggio 2015, *Azioni a voto “diverso” e quorum assembleari*.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 142 – 19 maggio 2015, *Categorie di azioni e di diritto di nomina di amministratori e sindaci (artt. 2348 comma 2, 2351 commi 2, 4 e 5 c.c.)*.
- CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 46/2014, Categorie di azioni a voto plurimo differenziato*.
- CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 47/2014, Categorie di azioni a voto plurimo e nomina delle cariche sociali*.
- CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE PISTOIA E PRATO, *Orientamento n. 48/2014, Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*.

INDICE DEI DOCUMENTI

- ASSOGESTIONI, *Nota Tecnica sul voto maggiorato in Italia e all'estero*, in www.assogestioni.it.

- ARCHIVIO STORICO INTESA SAN PAOLO, *Patrimonio Banca Commerciale Italiana (ASI – BCI)*, Fondo segreteria Toeplitz, cart. 46.
- ARCHIVIO STORICO INTESA SAN PAOLO, *Patrimonio Banca Commerciale Italiana (ASI – BCI)*, Verbali dell'Assemblea Generale (VAG), 3, f. 21.
- CIRCOLARE ASSONIME n. 10 del 7/04/2015, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde – il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*, 25 marzo 2013.
- COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, SOTTOCOMMISSIONE B, Codice di Commercio, vol. I, *Progetto*, e vol. II, *Relazione sul progetto*, Roma, 1925-27.
- COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on the Takeover Bids*, Brussels, 21.02.2007, Sec (2007) 268, p. 5.
- CONSOB, *Rapporto 2012 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 7 (2012), reperibile in internet al seguente indirizzo: http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/report/rapporto_cg/rcg2012.pdf.
- RELAZIONE AL DECRETO LEGISLATIVO 17 GENNAIO 2003, N. 6. RIFORMA ORGANICA DELLA DISCIPLINA DELLE SOCIETA' DI

CAPITALI E SOCIETA' COOPERATIVE, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in *Riv. soc.*, 2003, p. 112.

- RIZZI G. (a cura di), *Le novità in materia societaria: D.L. 24 giugno n. 91 convertito con L. 11 agosto 2014 n. 116*, comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie, 20 settembre 2014, reperibile in internet al seguente indirizzo:http://www.notaitriveneto.it/file/massime/214/1411488532_Rizzi.NOVITA.20.9.2014.ppt.pdf.
- SHERMAN & STERLING^{LLP} - *INSTITUTIONAL SHAREHOLDER SERVICES (ISS) - EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE (ECGI), Report on the Proportionality Principle in the European Union. Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*, reperibile in internet al seguente indirizzo:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.