



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI BARI

“ALDO MORO”

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

TESI DI LAUREA

IN

DIRITTO COMMERCIALE

LA CORRELAZIONE FRA POTERE E RISCHIO:

AZIONI A VOTO PLURIMO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO

Relatore:
Ch.mo Prof. Michele Castellano

Laureando:
Flavio Pietro Picaro

ANNO ACCADEMICO 2015-2016

INTRODUZIONE.....6

CAPITOLO I

IL PRINCIPIO UN’ “AZIONE, UN VOTO”
NELL’ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO:
EVOLUZIONE NORMATIVA

1.1 Il periodo antecedente la codificazione napoleonica: genesi
delle società di capitali.....10

1.2 Dalla codificazione napoleonica al codice di commercio del
1882.....19

1.3 Dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942...32

1.4 Le azioni di risparmio.....45

1.5 La riforma del diritto societario del 2003.....52

1.6 Il decreto Competitività del 2014.....64

AZIONI A VOTO PLURIMO: PROFILO ONTOLOGICO E
QUESTIONI APPLICATIVE

2.1 Inquadramento delle azioni a voto plurimo.....	82
2.2 Varianti tipologiche.....	88
2.3 Le fasi societarie dell'introduzione delle azioni a voto plurimo e conseguenze applicative.....	96
2.4 Modalità di introduzione delle azioni a voto plurimo.....	105
2.5 Computo dei diritti di voto nel procedimento assembleare e diritti amministrativi diversi dal voto.....	116
2.6 Vincoli sulle azioni a voto plurimo: pegno, sequestro, usufrutto. Cessione delle azioni a voto plurimo.....	119
2.7 Il voto plurimo nelle società quotate.....	120

LA MAGGIORAZIONE DEL VOTO: PROFILO ONTOLOGICO
E QUESTIONI APPLICATIVE

3.1 Inquadramento delle azioni a voto maggiorato.....	124
3.2 Profilo ontologico.....	129
3.3 L'introduzione della maggiorazione del voto.....	136
3.4 Conservazione e perdita della maggiorazione del voto.....	138
3.5 Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione e di aumento del capitale: i meccanismi di <i>opt in</i>	152
3.6 Il voto maggiorato nel procedimento di quotazione.....	156
3.7 L'impatto della maggiorazione del voto sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali.....	157
3.8 La legittimazione all'esercizio del voto maggiorato: l'iscrizione nell'elenco e flussi informativi.....	158
3.9 Modifiche alla disciplina delle OPA conseguenti all'introduzione della maggiorazione del voto.....	166

IL VOTO MULTIPLO IN UNA PROSPETTIVA COMPARATA

4.1 Gli studi della Commissione Europea177

4.2 Il “voto doppio” in Francia.....184

4.3 Lo Stock Corporation Act tedesco.....191

4.4 Il voto multiplo negli Stati Uniti.....194

CONCLUSIONI202

BIBLIOGRAFIA.....206

SITOGRAFIA.....213

Introduzione

Il presente lavoro costituisce un esame specifico della materia del diritto di voto all'interno delle società per azioni con riferimento alle importanti novità apportate dal Decreto Competitività del 2014, in particolar modo il voto plurimo e la maggiorazione del voto. La trattazione si sofferma sulle delicate questioni relative alla correlazione fra potere sociale e rischio d'impresa con approfondimento di alcuni meccanismi di disgiunzione fra proprietà finanziaria e controllo, i c.d. CEMs (Control Enhancing Mechanisms).

La materia del voto multiplo è esaminata attraverso una suddivisione in quattro parti: nella prima parte viene individuato il lungo percorso di evoluzione normativa di quella che è atavicamente concepita come la regola cardine dell'attribuzione del voto agli azionisti, ossia il principio *“one share, one vote”*

(un'azione, un voto) partendo dagli albori della società per azioni fino ad arrivare all'attualità con un preciso focus sulle varie deroghe apportate dal legislatore che hanno scardinato nel corso del tempo il principio proporzionale fino all'affermazione del voto differenziato. Una scelta operata per ragioni socio-economiche insite nelle richieste e nelle principali esigenze manifestate di volta in volta dagli ambienti imprenditoriali. Particolare attenzione è stata rivolta a quei fenomeni considerati alla base delle decisioni legislative in materia di attribuzione del voto, ossia i principali indirizzi governativi relativi alla concessione del diritto di voto al cittadino: si osserverà che l'assegnazione del voto nelle società per azioni passa dall'essere dominata da criteri meramente plutocratici fino all'affermazione della democrazia azionaria. Così come il diritto di voto era dapprima concesso alle classi sociali più abbienti fino al riconoscimento del suffragio universale. La trattazione continua, nella prima parte, esaminando le principali caratteristiche ontologiche e le finalità sottese agli innovativi strumenti introdotti in deroga al voto proporzionale, incentrandosi maggiormente sulla *ratio* alla base delle azioni a voto plurimo e delle azioni a voto maggiorato, le ultime novità apportate in materia.

La seconda parte costituisce una trattazione profondamente tecnica della disciplina delle azioni a voto plurimo con una disamina degli aspetti connessi all'ontologia delle azioni a voto plurimo, passando dalla trattazione delle diverse varianti tipologiche, delle fasi societarie di introduzione e dei meccanismi di introduzione di questa categoria di azioni. Da ultime vengono considerate tutte le questioni applicative relative al voto plurimo, come la delicata problematica annessa al computo dei diritti di voto nel procedimento assembleare e il voto plurimo all'interno delle società quotate.

Altrettanto tecnica risulta essere la terza parte del lavoro svolto incentrata sulla omnicomprensiva estrinsecazione delle peculiarità della disciplina della maggiorazione del voto con il tentativo di sviscerare le logiche applicative di questo istituto e le sue caratteristiche. Fra i vari punti, fondamentale la trattazione delle fattispecie che comportano perdita e conservazione del beneficio della maggiorazione, del voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione e di aumento del capitale (c.d. meccanismi di *opt in*), dei requisiti per la legittimazione all'esercizio del voto plurimo e del regime previsto per assicurare la trasparenza degli

assetto di controllo della società. Particolare attenzione è stata, poi, rivolta alla modifica della disciplina dell'OPA operata in conseguenza dell'introduzione del voto multiplo.

Infine, l'ultima parte costituisce la fisiologica conclusione della trattazione della materia in esame, al fine di rendere quanto più stereotipata possibile la concezione degli istituti trattati: vengono analizzati i profili comparativi del voto multiplo. In primo luogo vengono affrontati gli studi fatti dalla Commissione Europea sulla materia dell'assegnazione del voto all'interno degli Stati membri con un'analisi dei risultati delle principali indagini empiriche. Infine, vengono esaminate le esperienze concernenti il voto multiplo di tre ordinamenti stranieri, ossia "*le vote double*" in Francia, le principali disposizioni, sul tema, dell'*Aktien Gesetz*, in Germania, e le varie modifiche normative intervenute negli Stati Uniti.

Capitolo primo

Il principio un' "azione, un voto" nell'ordinamento giuridico italiano: evoluzione normativa

1.III periodo antecedente la codificazione napoleonica: genesi delle società di capitali

Analizzare la nascita delle società di capitali non può prescindere dalla riscoperta delle più profonde radici del diritto commerciale, in un percorso storico che vede, sotto il profilo eziologico, la rilevanza di fenomeni economici e sociologici. Un percorso storico che si pone in un netto continuum con l'attualità, laddove rinveniamo elementi di coerenza fra il primitivo *ius mercatorum* e la vigente disciplina di diritto commerciale.

Durante il Basso medioevo (1000-1492), l'Europa affronta una serie di radicali cambiamenti che concepirono l'affermazione di nuove tendenze che avrebbero modificato i paradigmi ideologici, sociologici e soprattutto economici del vecchio continente. L'antica classe mercantile si era estinta durante il periodo feudale, a causa della carenza di sbocchi commerciali in Europa, di modo che la vita

commerciale fosse essenzialmente limitata dalle logiche feudali: la produzione legata al lavoro nei campi era finalizzata all'autarchia, all'autosufficienza economica, ossia al consumo diretto del produttore ed alla soddisfazione del signore feudale. Un prototipo di economia chiusa. Il quadro cambia, dopo l'anno Mille, a seguito della riapertura di sbocchi commerciali al nord e al sud dell'Europa, e con la crisi della classe feudale: il risultato fu l'emergere di una nuova classe mercantile¹.

Nell'ambito di questa nuova classe mercantile si assiste ad una notevole attività di scambi commerciali, i quali avvenivano essenzialmente presso le corporazioni di arti e mestieri, cioè libere associazioni di mercanti. Tali corporazioni acquisirono potere, tanto economico, quanto politico: l'iscrizione alla corporazione diviene necessaria per esercitare diritti civili e per poter nominare i componenti del comune. Ed all'interno delle corporazioni stesse trova genesi il diritto commerciale, nella sua primitiva forma di *ius mercatorum*: nell'ambito delle contrattazioni di compravendita i mercanti facevano uso di clausole sconosciute rispetto a quelle previste dall'allora vigente diritto romano e dal diritto canonico,

¹ Cfr. Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, Il Mulino, Bologna, 1976, pp.29 e ss.

rigorosamente formali e d'ostacolo alla logica mercantistica, come rinvenibile, a titolo esemplificativo, nel rigido divieto delle usure, ribadito nel II Concilio Lateranense del 1139, il cui canone XIII sanciva il divieto assoluto di pretendere, richiedere, ottenere qualsivoglia forma di compenso per un prestito in danaro. La costante ripetizione nel tempo di tali clausole ne comportò un riconoscimento della loro obbligatorietà, ossia la nascita di un uso negoziale: il diritto commerciale, pertanto, ha una matrice consuetudinaria².

L'eziologia dei primi rapporti associativi è strettamente annessa alle necessità prodromiche all'attività commerciale, ossia la necessità di una tutela nei confronti del rischio del verificarsi di taluni eventi e l'esigenza di procurarsi dei capitali, le quali diedero luogo alla nascita di nuovi istituti giuridici, vale a dire la lettera di cambio, prototipo della attuale cambiale, e l'assicurazione, e ad i primi fenomeni associativi: primo fra tutti la commenda³, un contratto che prevedeva due soci: il primo, l'accomandante, metteva a disposizione il capitale per la spedizione; il secondo, l'accomandatario, accompagnava il carico durante il viaggio di

² Buttarò L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, Bari, Gius. Laterza & Figli Edizioni della Libreria, 2005, pp. 5-12

³ Buttarò L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, p. 19

modo che chi deteneva danaro aveva la possibilità di non rischiarlo in proprio, ma di anticiparlo *sic et simpliciter* ad un mercante per esercitare una determinata attività economica, al termine della quale veniva restituito il capitale, ma soprattutto, si dividevano i ricavi⁴.

La società diviene, nel corso del XII e XIII secolo, la forma tipica per l'esercizio dell'attività economica in comune: la prima vera e propria forma di società è la *societas mercatorum* caratterizzata dall'assenza di un patrimonio comune ai mercanti associati per l'esercizio dell'attività sociale. Ogni mercante si trovava a gestire di per sé la propria azienda e gli altri soci non avevano su di essa potere di controllo: l'esercizio in comune era limitato alla partecipazione a rischi e perdite con il conseguente rischio che gli altri mercanti associati potessero rispondere delle conseguenze patrimoniali patologiche di affari rischiosi intrapresi dal socio. Ed è per questo motivo che si passò alla *societas mercatura*, una struttura associativa caratterizzata dal patrimonio comune a tutti i soci destinato all'esercizio dell'attività sociale e dalla responsabilità illimitata dei soci, in deroga al diritto comune che prevedeva dovesse essere obbligato solo colui che assume l'obbligazione. La

⁴ Pryor J., *The Origins of the Commenda Contract*, in *Speculum*, Vol. 52, 1977, pp.5-37

societas mercatura è definita comunemente compagnia e viene considerata l'archetipo della attuale società in nome collettivo⁵.

Tappa fondamentale per la genesi delle società di capitali fu quell'epoca costituita dal XV e XVI secolo, caratterizzata dalle navigazioni e dalle conseguenti scoperte geografiche, le quali comportarono una ingente rete di scambi di materie prime provenienti dalle aree scoperte.

Al fine di espandere i propri territori e conquistare ricchezze i vari sovrani e le potenti famiglie nobili di tutta Europa decisero di finanziare le spedizioni finalizzate alla scoperta di nuovi territori da colonizzare destinando ai navigatori ingenti capitali necessari proprio in virtù dei rischi e dei pericoli annessi alla navigazione al di fuori dei confini nazionali. Quelli stessi capitali che non potevano essere forniti nemmeno dai vari gruppi finanziari o reperiti attraverso le varie forme associative, dato il numero modesto di soci e soprattutto data la responsabilità illimitata.

Proprio per questo era necessario addivenire a diverse strutture associative che consentissero, in particolar modo, di soddisfare due

⁵ Buttarò L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, pp. 19-21

considerevoli esigenze, quali la limitazione della responsabilità e, in particolar modo, la circolabilità della partecipazione, laddove è indubbiamente d'incentivo all'investimento la possibilità di disinvestire più facilmente. Nasce, così, la compagnia coloniale, archetipo della attuale società per azioni, la prima delle quali fu la “Oost-Indische Compagnie”, ossia la Compagnie delle Indie Orientali olandese (1602), la cui costituzione, sotto il profilo ontologico, è una concessione di un privilegio da parte del sovrano. Altre caratteristiche erano:

- l'esclusiva nella possibilità di sfruttare le ricchezze delle Indie Olandesi, con l'obbligo di corrispondere, in cambio, una parte degli utili al sovrano che lo aveva concesso;
- la particolare forma di partecipazione, ossia l'azione: incorporata in un documento, il titolo azionario, del quale si può agevolmente realizzare il controvalore in danaro, da qui la circolabilità dell'azione. Si addivene ad una sorta di “mobilizzazione” della partecipazione sociale, della quale il titolare può disporre come se disponesse di una ricchezza mobiliare. L'azione avrebbe dovuto incentivare gli investimenti non tanto della classe mercantile, quanto delle

classi sociali più ricche dell'epoca. Costituiva, inoltre, una forma di finanziamento più allettante di quello di altri finanziatori, come i banchieri, poiché non si deve corrispondere interessi a prestabilite scadenze agli azionisti. È inoltre capitale di rischio, poiché sottoposto a rischio d'impresa: se la compagnia fallisce, con annessa perdita del capitale, non è dovuto alcunché agli azionisti⁶. Infine, l'azione è l'unità minima del capitale sociale, cioè si ha polverizzazione del capitale sociale e standardizzazione della partecipazione all'investimento: assistiamo alla “socializzazione” del capitale, fenomeno che caratterizzò tanto le compagnie olandesi, quanto quelle francesi ed inglesi⁷.

- vi erano due tipi di soci: coloro che gestivano la compagnia e coloro che si limitavano a percepire gli utili al termine di ogni spedizione;
- la limitazione della responsabilità dei soci per le obbligazioni della compagnia, pertanto, la autonomia patrimoniale

⁶ Buttarò L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, pp.31-33

⁷ Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, pp.115-120

perfetta, in quanto vi era ,per la prima volta, la separazione fra il patrimonio dei soci e quello della compagnia⁸.

Sotto il profilo della corrispondenza fra rischio d'impresa e potere sociale, se può dirsi che il principio proporzionale, cioè che alla titolarità di un'azione corrisponda il relativo diritto amministrativo di esercitare un voto in sede assembleare, è atavicamente carattere imprescindibile della partecipazione azionaria, nelle primordiali forme di società per azioni, ossia le compagnie coloniali, il principio un'azione, un voto era eventuale. In Italia i poteri dell'organo assembleare erano limitati: il diritto di voto era appannaggio dei maggiori azionisti⁹. In Francia gli Editti di Luigi XIV del 1664, che diedero luogo alla costituzione delle Compagnie delle Indie Orientali ed Occidentali, attribuivano il diritto di voto in maniera non proporzionale rispetto al numero di azioni possedute, cioè rispetto all'entità dell'investimento. In Inghilterra la East India Company (1600) era caratterizzata dal fatto che soltanto i c.d. *main*

⁸ Buttarò L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, pp. 31-33

⁹ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, Roma, Bulzoni editore, 1974, pp. 17-27

shareholders potessero nominare gli amministratori o esercitare le funzioni di gestione¹⁰.

Erano decisamente rari i casi di statuti che prevedessero un voto per una unità di partecipazione: esempi erano le Compagnie Anglaise des Mines et Minieres en Savoie del 1738 (art. 1) ; la Società minerale di Livorno del 1756 (art.17); la Banca di Sconto di Genova del 1785 (art. 6) ; la Compagnia di Mercanti e Tiraoro per finire e partire l'argento e l'oro del 1792 (art. 11). Più di frequente era necessario possedere un numero minimo di azioni per esercitare il diritto di voto: per coloro che avessero raggiunto la soglia statutariamente richiesta, alcune compagnie prevedevano l'applicazione del principio capitario, altre l'applicazione del principio capitalistico. In alcuni casi si prevede il voto scalare¹¹. In altri casi si rinvencono tetti minimi, per bilanciare il principio democratico e tetti massimi per attenuare il principio capitalistico¹².

In relazione al diritto di voto nelle compagnie del XVII e XVIII secolo abbiamo, perciò, una situazione profondamente disorganica

¹⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p.19

¹¹ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, Giappichelli Editore, 2011, pp. 3-5

¹² Jaeger P.G., *il voto divergente nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976, p.37

e tesa essenzialmente alla concentrazione del potere sociale nelle mani di pochi, tanto che si può parlare di oligarchia azionaria. Vi è una sostanziale disgregazione del binomio proprietà-controllo che si concreta proprio nella disgiunzione fra coloro i quali hanno il potere di prendere le decisioni in merito allo svolgimento dell'attività sociale e in merito alla gestione sociale e coloro i quali sono detentori di partecipazioni azionarie. Una asimmetria fra rischio e potere.

1.2 Dalla codificazione napoleonica al codice di commercio del 1882

La Francia del XVII secolo è una monarchia assoluta che da estrema rilevanza alla vita economica, concependo una attenta politica in materia di diritto commerciale che diede luogo alla prima forma di legiferazione armonica della materia, l' "Ordonnance de commerce" (1673) e l' "Ordonnance de la marine" (1681) emesse sotto il regno di Luigi XIV su iniziativa del ministro della marina Jean-Baptiste Colbert. La prima fu il primo vero e proprio codice di commercio dell'età moderna, un regolamento generale circa il commercio di terra, redatta attraverso il parere di diverse corporazioni e giurisdizioni mercantili, con l'apporto determinante

di un mercante parigino esperto di giurisprudenza commerciale, Jacques Savary; la seconda, riguardante il commercio sui mari, era una rielaborazione delle consuetudini marittime, di pregnante valore stilistico-sostanziale tale da ispirare i successivi codici della navigazione.

La legiferazione in materia commerciale esprimeva l'esigenza dello Stato assoluto di rendere efficiente l'apparato economico, è la manifestazione di un intervento statale nella vita economica, laddove si prevede ad esempio che la costituzione di una compagnia discendesse da un privilegio concesso dal sovrano¹³.

L'ideologia politica in Francia e nella intera Europa dell'epoca era incentrata sul concetto di assolutismo monarchico: lo stato è rappresentato dal sovrano, sciolto da ingerenze provenienti dall'esterno seppur limitato internamente dai privilegi accordati a taluni ceti sociali, quali la borghesia, la nobiltà e il clero, le quali potevano, ad esempio, partecipare alle Diete, ossia alle assemblee parlamentari. Il diritto vigente in una determinata epoca altro non è che una manifestazione delle ideologie dominanti nei diversi campi, in particolar modo quello politico. Da qui si evince come le

¹³ Galgano F., *La storia del diritto commerciale*, p.57-61

compagnie europee nell' "Ancien Regime" fossero caratterizzate da endemiche asimmetrie fra potere e rischio, poiché la proporzionalità nella capacità deliberativa era attenuata dalle diverse previsioni statutarie che imponevano dei criteri di voto decisamente plutocratici: ammessi a votare erano i maggiori azionisti, cioè i maggiori detentori di ricchezza, così come ammessi a partecipare al parlamento erano solo i ceti più abbienti.

L'ordinanza sul commercio, fu aspramente criticata durante il XVIII secolo, di modo che si decise di promuoverne una riforma, tentativo fallito dopo pochi anni¹⁴.

I Cahiers de Doleances del 1789 (registri nei quali le assemblee incaricate di eleggere i deputati agli Stati Generali ,convocati in via d'urgenza nel 1789 da Luigi XVI, annotavano critiche e lamentele della popolazione) richiedevano l'introduzione di un codice uniforme sul diritto commerciale: anche in questo caso vi furono diversi progetti¹⁵ che portarono all'approvazione della legge che stabiliva l'entrata in vigore del Code de commerce l'1 gennaio 1808 e sanciva l'abrogazione di tutte le precedenti disposizioni in materia

¹⁴ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992, pp. 63-79

¹⁵ Per una trattazione approfondita del tema si veda Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commercial*, 1992, pp. 63-79.

commerciale. Il codice venne successivamente riformato fino all'edizione del 1841.

Nel codice di commercio fanno apparizione le società anonime, archetipo della società per azioni, e scompaiono le compagnie. Il legislatore francese del 1808 non dedicò molto spazio alle anonime, ma dall'analisi degli art. 29-45 si evince una tendenza all'assoggettamento della società al controllo statale, con la previsione di un rigido sistema di controlli amministrativi imperniato sulla necessità di ottenere l'autorizzazione e l'omologazione dello statuto da parte del governo per la costituzione¹⁶. Tuttavia, manca una disciplina espressa sull'assemblea e, pertanto, sul diritto di voto, i cui meccanismi continuavano ad essere liberamente stabiliti statutariamente.

In Italia, contemporaneamente, fu elaborato un progetto di codificazione commerciale nel 1806 (progetto Baldasseroni), ispirato alle ordinanze francesi ed alla tradizione commerciale italiana e veneziana. L'art.506 di tale progetto, applicabile a tutte le società commerciali previste, stabiliva, circa il diritto di voto, che “In caso di discrepanza di sentimenti fra i soci circa

¹⁶ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, pp.29-40

l'amministrazione degli oggetti sociali, la pluralità dei voti fra gli interessati determina il partito da prendersi"¹⁷. Un norma che non divenne legge in quanto, nonostante successivi tentativi di revisione che approdarono ad un nuovo progetto nel 1808, Napoleone decise di estendere il Code de commerce al Regno italico nell'ambito di una politica di unificazione. Il codice entrò in vigore l'1 settembre del 1808 nelle regioni annesse alla Francia ed, in seguito, anche nel Regno di Napoli e nello Stato pontificio. Il codice napoleonico, però, aveva una scarsa disciplina in tema di anonime e soprattutto non ritroviamo disposizioni concernenti l'attribuzione del diritto di voto agli azionisti, che rimase, pertanto, statutariamente determinabile. L'art 18 esprime quanto fosse ampia la libertà statutaria: " il contratto di società viene regolato dal diritto civile, dalle leggi particolari al commercio e dalle convenzioni delle parti"¹⁸. Questa libertà nella determinazione della capacità deliberativa spettante a ciascun socio permane durante il periodo che va fra la Restaurazione e l'unificazione d'Italia e durante il

¹⁷ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, cit. p.7

¹⁸ Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, pp.29-40

periodo che intercorre fra il primo codice di commercio italiano del 1865 e quello del 1882¹⁹.

Nel periodo antecedente l'unificazione, in realtà, furono diverse le codificazioni in materia commerciale nelle varie regioni italiane: nello Stato pontificio, nel Ducato di Modena, ed , in particolare, nel Regno delle Due Sicilie e nel Regno di Sardegna (1842). Il fatto che si trattasse di codificazioni che mutuavano dal codice napoleonico spiega il silenzio in tema di assemblea e diritto di voto. Bisognerà aspettare il periodo fra il 1858 ed il 1862, antecedente il codice di commercio del 1865, per individuare delle prime disposizioni legali in tema di voto in alcuni disegni di legge sulle società in accomandita e sulle anonime. È di particolare rilevanza l'art 8, 5 comma, del Progetto di legge del Regno di Sardegna proposto al Senato il 4 marzo 1858, il quale statuisce che per deliberare circa vantaggi ed apporti da attribuire ai soci fondatori è necessaria “una maggioranza che rappresenti almeno il quarto del numero degli azionisti ed il quarto del capitale pagabile in danaro”²⁰. Questa disposizione viene giustificata in quanto si ritiene che “ il numero degli azionisti potrebbe di per sé solo rappresentare una parte

¹⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, p.20

²⁰ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, p.7

minima del capitale; può darsi che la metà degli azionisti non possenga in complesso né anco il decimo del capitale sociale, e sarebbe incongruo che potesse rappresentare da sé sola la società in cosa di tanto momento; ed è perciò che si crede conveniente di prescrivere che sia rappresentata anche una parte aliquota del capitale”²¹. Nei lavori di riforma che seguirono questo disegno di legge, erano rinvenibili una serie di norme che avevano come linea conduttrice l’idea di eliminare l’autorizzazione governativa per la costituzione dell’anonima, bilanciata con l’introduzione di una disciplina dettagliata sull’organizzazione interna alla società. È considerevole la minuziosa attenzione del progetto di riforma alla disciplina dell’assemblea, una novità assoluta rispetto alle precedenti attività legislative in materia. Viene introdotto il principio capitaro quale criterio legale di voto in ordine ad ogni possibile deliberazione assembleare: l’art. 48 del progetto di legge della Commissione della Camera dei deputati sulle anonime e sulle società in accomandita con emissione di azioni al portatore statuisce che “ le adunanze saranno valide quando vi sarà rappresentata la metà almeno delle azioni da un numero di soci non inferiore a

²¹ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, cit. p.7

quindici, ed ogni socio non potrà dare che un solo voto qualunque sia il numero delle azioni che possederà in proprio”²².

Queste scelte non saranno ricomprese nella logica normativa del codice di commercio del 1865, il primo codice in materia di “atti commerciali” del Regno d’Italia. All’unificazione politica seguì anche una unificazione legislativa , il cui progetto di legge (24 novembre 1864) non includeva la codificazione commerciale , stante l’uniformità sostanziale della legislazione in materia commerciale attraverso l’estensione del codice di commercio sardo a quasi tutte le regioni d’Italia. Ciononostante, il deputato Pasquale Stanislao Mancini propose l’adozione del codice di commercio unico, il quale doveva sicuramente essere quello sardo. I lavori che seguirono diedero alla luce un codice di commercio molto simile a quello del 1842, ma con qualche variazione ed un ispessimento della disciplina societaria²³.

Sotto il profilo della proporzionalità fra potere e rischio il codice unitario segna un profondo continuum normativo rispetto alle precedenti codificazioni, in quanto lascia ampio spazio all’autonomia privata. L’art 143 prevede che sia lo statuto a dover

²² La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, cit. p.8

²³ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, pp.154-156

determinare “quando gli azionisti dovranno essere convocati in assemblea generale, le materie sopra le quali dovranno deliberare, il numero degli azionisti necessari alla validità delle deliberazioni e il modo con cui i medesimi eserciteranno il diritto al suffragio”²⁴. Una situazione ancora disorganica, anche se tendenzialmente diverse società adottarono come principio regolatore della capacità deliberativa, il principio del voto per teste.

Sin dal 1869 si diede, però, avvio ai lavori di preparazioni di un nuovo Codice, stante le resistenze alla prospettiva di estendere il codice albertino alle nuove province: in Veneto era vigente il codice di commercio germanico del 1861, considerata la più elevata elaborazione legislativa europea in materia, mentre il codice del Regno d'Italia era una mera rielaborazione del codice del 1842 che, a sua volta, era essenzialmente basato sulla disciplina e sulla sistematica del Code de commerce napoleonico. Il principale sostenitore della proposta di un nuovo codice fu Mancini²⁵. Il terzo governo Menabrea istituì una Commissione nel settembre del 1869 composta da tredici membri, la quale approdò nel 1872 al Progetto preliminare, nel quale rinveniamo una disciplina dell'assemblea

²⁴ Marrocchi M., *Sull'attualità della s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, Vol.I, p. 2

²⁵ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, pp.159-194

delle società per azioni che richiedeva, per la validità delle deliberazioni, la presenza della metà più uno in azioni dei soci. L'art.158 introduce, poi, il principio un'azione, un voto. Il progetto fu sottoposto al vaglio della magistratura, delle Camere di commercio e della Facoltà di Giurisprudenza. Molto importanti furono le osservazioni delle Camere di commercio circa le società commerciali: rilevano la propensione alla abolizione dell'autorizzazione per la costituzione e soprattutto le opinioni sul diritto di voto, sul quale le Camere di Milano, Verona, Treviso e Roma si espressero manifestando la contrarietà al principio capitalistico, quale criterio legale di attribuzione del voto al socio. Si propone un tetto massimo per esercitare il diritto di voto: nessun azionista avrebbe potuto avere più di un decimo dei voti dell'assemblea²⁶. Fu questa la strada seguita dai progetti seguenti e soprattutto dal codice di commercio del 1882.

L'elaborazione del nuovo codice, negli anni susseguenti il 1872, vede le sue sorti in mano ad una nuova commissione, la quale fu istituita proprio per realizzare un progetto sulle società. I principali interventi di questa commissione furono di tre fra i massimi

²⁶ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, p.176

esponenti della dottrina giuridica dell'epoca: Matteo Pescatore, Alessandro Rossi, Tommaso Corsi. Il progetto di legge prevedeva un sistema di voto scalare derogabile. Fu approvato dal Senato nel 1875. A questo punto la vicenda vede come principale protagonista Mancini, chiamato a reggere il ministero della Giustizia dal nuovo presidente del Consiglio, Depretis. Mancini forma una nuova commissione che diede alla luce, nel 1877, il nuovo progetto completo del codice di commercio, il c.d. "Progetto ministeriale" accompagnato da una relazione introduttiva dello stesso Mancini, fu approvato dalle camere parlamentari soltanto nel 1882 e sottoposto ad una revisione da parte di una sottocommissione plenaria. Il nuovo codice venne pubblicato nell'ottobre del 1882 ed entrò in vigore dall'1 gennaio del 1883.

Il nuovo codice delineava una maggiore rigidità in tema di società per azioni: viene abolito da un lato il vincolo dell'autorizzazione governativa per la costituzione, ma dall'altro lato si manifesta una riduzione dell'autonomia statutaria²⁷. Un'evoluzione che ricorda la stessa innovazione normativa che caratterizzò il sistema giuridico tedesco negli anni strettamente precedenti.

²⁷ Angelici C., *Note minime su "La libertà contrattuale e i rapporti societari"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, Vol.I, pp. 404 e ss.

Questo irrigidimento della disciplina delle architetture organizzative e di governo della società per azioni influenza anche il diritto di voto, che risulta imperniato su due principi di fondo: il voto capitalistico e il sistema derogabile di voto scalare (art. 157, comma 1: “...ogni socio ha un voto ed ogni azionista ha un voto sino a cinque azioni 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...”). Inizia a prendere forma quella democrazia azionaria - già avviata dal Code di commerce con la previsione di un sistema fondato sulla centralità dell’organo assembleare, e che muove di pari passo con l’allargamento del suffragio elettorale e con l’avvento dei ceti medi sulla classe politica - tanto agognata agli albori delle società per azioni: ad ogni azione corrisponde un diritto di voto nelle assemblee generali (art 164, comma 1: “ 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”). Emerge, come logico corollario, un duplice divieto che riguarda: la possibilità di emettere azioni prive del

diritto di voto e la possibilità di introdurre statutariamente tetti minimi in relazione al possesso di azioni per esercitare il diritto di voto. Dunque, una soluzione che si innesta alla perfezione nel quadro del fenomeno, testé menzionato, di democratizzazione della società per azioni, poiché finalizzata alla tutela della massa dei piccoli azionisti, ad evitare una loro estromissione dalle modalità di manifestazione della volontà sociale. Difatti, il voto scalare, togliendo potere agli azionisti aventi partecipazioni che superano talune soglie, viene considerato strumento per evitare l'oligarchia azionaria, ossia la concentrazione del potere sociale nelle mani di pochi azionisti - gli azionisti imprenditori - attribuendo al capitale sociale quella potenza totalizzante che gli è propria. Un sistema che, peraltro, non rende meno appetibile l'investimento.

Ulteriore caratteristica di rigidità del quadro normativo del nuovo codice è rappresentata dal principio secondo cui il voto spetta esclusivamente ad ogni azionista, cioè ad ogni socio. Si esclude la possibilità che usufruttuario e creditore pignoratizio possano esercitare diritto di voto, e soprattutto che il voto sia connesso a forme di partecipazione sociale difformi dall'azione, come le azioni

industriali²⁸ le quali non rappresentano parti del capitale sociale, cioè non hanno valore nominale, e, pertanto, non attribuiscono la qualità di socio al titolare²⁹.

1.3 Dal codice di commercio del 1882 al codice civile del 1942

Già dopo pochi anni dall'entrata in vigore del codice si iniziò a pensare ad una riforma. L'iniziativa fu presa dal ministro guardasigilli Ferraris (1891) e, in tema di società, furono richieste opinioni della magistratura e delle Camere di commercio. A proposito risultano decisive le considerazioni della dottrina più eminente dell'epoca – fra cui spicca Cesare Vivante – che arricchirono il dibattito. Si giunse, così, al congresso delle società economiche a Torino (1893) che approvò diverse proposte di riforma. L'idea di fondo che accomunava le diverse pretese riformatrici era la volontà di introdurre dei meccanismi più efficaci di tutela del socio di minoranza. Nel 1894 il guardasigilli Calenda nomina una Commissione per la riforma del codice ed una sottocommissione che si occupasse esclusivamente delle società commerciali: fra tutti i diversi membri, protagonista assoluto fu

²⁸ Le azioni industriali sono considerate dalla dottrina maggioritaria l'archetipo degli strumenti finanziari partecipativi

²⁹ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, pp. 9-12

Cesare Vivante promotore dei diritti degli azionisti di minoranza, che addirittura propose l'abolizione delle azioni al portatore, per la difficoltà, connessa all'esercizio del voto, di convocare in assemblea i possessori di tali azioni. Nel 1905 il guardasigilli Finocchiaro-Aprile nomina una nuova Commissione., ma anche in questo caso i lavori restarono privi di sbocchi. Si arrivò, dunque, nel 1910, anno in cui il ministro Fani ed il presidente del Consiglio dei ministri Luzzati affidarono a Scialoja –ministro guardasigilli - l'incarico di redigere un disegno di legge sulle società commerciali, pubblicato, poi, nel 1911.

Nonostante vi fossero delle novità di fondo, per quel che riguardava la corrispondenza fra potere e rischio il progetto Scialoja si poneva in continuità con l'assetto normativo del codice di commercio. Il progetto non andò in porto a seguito della profonda cesura della prima guerra mondiale.

Nel Dopoguerra (1919) la revisione del Codice di commercio fu affidata a ad una Commissione di professori in materie giuridiche ed economiche presieduta da Cesare Vivante, con un importante apporto di Scialoja sulle società commerciali. Il progetto che ne seguì fu molto innovativo e d'ispirazione vivantina: viene stravolto

il sistema delle azioni con l'introduzione della possibilità di creare azioni privilegiate (art.176 del progetto) e azioni a favore dei dipendenti della società. Viene previsto il divieto di partecipare alle assemblee ordinarie per i possessori delle azioni al portatore, iniziando a delinearsi una tenue dissociazione fra potere e proprietà. Ed è sul diritto di voto la novità più importante: si introduce il principio un'azione, un voto come criterio legale, come regola cogente, ma derogabile in via statutaria (art 210).³⁰

In questi anni il progetto Vivante venne aspramente criticato dagli ambienti industriali e commerciali: la Confederazione Generale dell'Industria Italiana avanzò una controproposta di riforma che attribuisse maggiore potere ai soci di maggioranza e nel 1923 venne delegato al governo il compito di redigere il nuovo codice. Compito affidato alla sottocommissione presieduta dall'allora presidente della corte di cassazione, Mariano D'Amelio. Il relativo progetto fu pubblicato nel 1925³¹.

Nel corso di questo periodo diverse società adottarono statutariamente il voto plurimo, a causa della svalutazione monetaria. L'idea era quella di tutelare il potere della valuta

³⁰ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, pp. 226-238

³¹Cfr. Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, pp.42 e ss.

nazionale impedendo che i soci che avessero residenza in paesi con una moneta più forte potessero acquisire partecipazioni di maggioranza nelle società nazionali. A tal fine, nell'ambito dei lavori della Commissione D'Amelio, è da registrarsi la proposta di Vivante di introdurre le azioni a voto plurimo - già previste dalle coeve legislazioni europee - con il limite della necessaria nominatività ed intestazione ai soli cittadini italiani. Una proposta bocciata dalla maggioranza che temeva una disgregazione degli equilibri alla base della correlazione fra rischio e potere causata dall'elevazione della potenza deliberativa accordata alla unità partecipativa³².

Il progetto elaborato dalla Commissione D'Amelio si distacca dal progetto Vivante, la cui linea normativa viene considerata ostile rispetto al progresso della società per azioni e dell'economia nazionale, proprio a seguito delle considerazioni espresse dall'opinione pubblica nel dopoguerra. Ed , infatti, l'intero progetto è pervaso da un'ideologia diametralmente opposta rispetto alla dottrina vivantiana, in quanto le diverse scelte normative sono orientate alla tutela degli azionisti di controllo. Innanzitutto, non

³² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp.24-25

viene accolta l'idea della differenziazione fra azioni al portatore e azioni nominative in sede di esercizio del diritto di voto: escludere la capacità deliberativa dei titolari di azioni al portatore avrebbe comportato una deminutio degli investimenti da parte dei risparmiatori nazionali.

Nell'ambito della già menzionata diatriba in relazione al voto plurimo, che spaccava la dottrina dell'epoca a metà, la Commissione cercò di pervenire ad una soluzione intermedia: da un lato non venne attribuito carattere cogente al principio un'azione, un voto, e dall'altro lato si introdusse una nuova categoria di azioni diverse rispetto a quelle ordinarie, le azioni a voto limitato³³, che avrebbero permesso di realizzare quelle strutture e quegli assetti di controllo societario fortemente voluti da D'Amelio³⁴. Pertanto, esclusivamente ad i possessori delle azioni ordinarie – azionisti fondatori o loro aventi causa – veniva lasciato il controllo societario. Una soluzione che disgrega la correlazione fra proprietà e potere. Ciò in quanto si tiene conto di quei piccoli risparmiatori

³³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp.24-25

³⁴ l'art 170 del progetto statuiva 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 1,4,5,6,8,9 dell'art 1999. In tal caso le limitazioni al diritto di voto devono essere indicate sul titolo [...]" Le azioni a voto limitato hanno, però, priorità rispetto alle azioni ordinarie in relazione al pagamento del dividendo, e devono essere rimborsate prima di queste.

nazionali che non hanno interesse ad esercitare il diritto di voto, ma soltanto al diritto di dividendo ed al rendimento dell'investimento.

Tuttavia, anche il progetto D'Amelio venne giudicato con sospetto dalla dottrina, dal Consiglio superiore dell'economia nazionale e dall'Associazione fra le società italiane per azioni, che pubblicarono attente analisi. In particolare si invocava un radicale liberismo ed una quasi assoluta libertà statutaria, a scapito della tutela degli azionisti di minoranza. Questo forte clima di critica dell'ambiente economico nazionale comportò un arresto del disegno di riforma del Codice di commercio dal 1925 al 1940, nonostante vi furono diverse leggi speciali che, già durante il periodo del fascismo, modificarono la materia societaria in maniera, però, decisamente non esaustiva ed organica, come avvenne in altri paesi europei nello stesso periodo³⁵.

I lavori furono ripresi proprio nel 1940 quando venne nominata una nuova Commissione ministeriale presieduta da Alberto Asquini che realizzò un nuovo progetto in esecuzione della delega del 1923. Il nuovo progetto venne indubbiamente ispirato dai lavori della Commissione precedente, con la previsione di vari strumenti per

³⁵Vedi la Riforma del diritto societario del 1936 in Svizzera e l'introduzione dell' Aktiengesetz in Germania nel 1937

consolidare la posizione dei soci di maggioranza. Viene innovata la sistemica delle azioni, con l'abolizione del voto plurimo, l'introduzione delle azioni di godimento ed il riconoscimento delle azioni a voto limitato, con le stesse garanzie previste già dal progetto D'Amelio. Di rilevante importanza fu la nuova disciplina assembleare mutuata dall' Aktiengesetz, la quale limitava le competenze dell'assemblea alle materie concernenti la gestione sociale riservate alla sua competenza dallo statuto, o sottoposte al suo esame dal consiglio d'amministrazione: l'assemblea perde la sua tradizionale valenza di organo sovrano – acquisita sin dal Codice di commercio napoleonico – a scapito del fenomeno di democratizzazione dei procedimenti decisionali e gestionali della società, e nell'ambito di una intensa separazione delle funzioni, già alla base dell'ottica corporativistica che strutturava anticamente le società di capitali.

Dopo decenni, la fine dei lavori sembrava ormai prossima, quando, fra la fine del 1940 e gli inizi del 1941, vi fu una storica svolta: si decise di rinunciare ad un Codice di commercio autonomo e di inserire la materia commercialistica nel Codice civile, con la sistemazione delle società nel libro quinto, intitolato “del lavoro”, e

dei contratti commerciali nel libro quarto delle obbligazioni. Si procedette alla realizzazione di due progetti del libro quinto, che si allontanano nettamente dall'impostazione ideologica che ispirava il progetto Asquini, giudicato eccessivamente ancorato alle tendenze francesi e napoleoniche. Il fine era proprio quello di limitare i meccanismi che favorivano un accrescimento del potere dei gruppi di comando. Il nuovo Codice civile entrò in vigore il 21 aprile del 1942 e presenta diverse novità, in tema di società per azioni, rispetto al Codice di commercio del 1882³⁶.

In primo luogo risulta decisivo il contesto politico ed ideologico italiano fra la fine del XIX e la prima metà del XX secolo, caratterizzato da una serie di variabili sociologiche che influenzarono notevolmente le logiche che regolavano l'impresa. In questo periodo vi furono forti rivendicazioni dei diritti civili del cittadino, primo fra cui il diritto di voto, che portarono ad un allargamento del suffragio elettorale sino al riconoscimento del suffragio universale maschile e, in seguito, femminile. Tutto questo si riversò sulla disciplina del diritto societario, che risultava sconvolta dall'introduzione di principi rivoluzionari: si premeva per

³⁶ Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, pp. 238-259

il riconoscimento dei diritti annessi alla qualità di socio, facendosi largo l'idea della correlazione fra proprietà finanziaria e potere sociale, tanto economico, quanto amministrativo. L'idea, cioè, dell'azione quale unità minima ed inscindibile di partecipazione al capitale sociale, alla cui titolarità consegue la fruizione di tutti i diritti sociali³⁷. Un principio coerente con il modello associativo delle società di capitali e con l'ontologia dell'investimento azionario, caratterizzato da un'ampia libertà – a bilanciare il rischio d'impresa - sia in relazione alla possibilità di disinvestire, sia in relazione alle modalità di partecipazione alla vita sociale³⁸.

Dunque l'introduzione di modelli legali di attribuzione del diritto di voto che potessero escludere taluni soci dai processi deliberativi avrebbe contrastato con le fondamenta della società per azioni e, soprattutto, con l'egualitarismo sociale, costituzionalmente riconosciuto proprio in questi anni. Un contrasto, cioè, con l'idea del socio titolare di interessi da tutelare prendendo parte alle modalità di manifestazione della volontà sociale, a prescindere dell'entità della partecipazione sociale.

³⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp 23-24

³⁸ Bione M., *Le azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo G.E. e Portale G.B., Torino, Utet Giuridica, 1991, p.5

Questo portò all'affermazione, all'interno del codice del 1942, di due principi cardine della partecipazione azionaria: innanzitutto la standardizzazione dei diritti sociali, per cui ogni azione corrisponde ad un eguale complesso di diritti e doveri in capo al titolare. In secondo luogo la plutocratizzazione della democrazia azionaria, ossia l'idea secondo cui più azioni il socio avrebbe posseduto, più potere - tanto economico, quanto amministrativo- avrebbe avuto all'interno della società. Pervenendo, pertanto, ad una stretta interdipendenza fra proprietà della ricchezza e potere sociale. Dunque, una proporzionalità fra il rischio d'impresa sopportato e l'influenza che il socio può esercitare nella società, laddove in ragione dell'entità della partecipazione azionaria, ossia dell'investimento, si giustifica il corrispondente complesso di diritti e doveri in capo socio stesso³⁹.

Sotto il profilo strettamente normativo, all'interno del codice questi orientamenti vengono trasposti in diverse disposizioni. Anzitutto l'art 2348, primo comma, determina la standardizzazione e la spersonalizzazione dell'azione, statuendo l'uguaglianza dei diritti connessi al possesso azionario e l'uguaglianza di valore fra tutte le

³⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp 23-26

azioni: le azioni, cioè, sono frazioni minime del capitale sociale di identico ammontare e sono la misura dei diritti sociali. Si tratta, però, di una uguaglianza relativa, non assoluta. In considerazione del disposto del secondo comma dell'art. 2348, infatti, è ammessa la possibilità, a fronte di una previsione statutaria o di una modificazione dello statuto, di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi. All'interno di queste categorie speciali di azioni si deve rispettare il principio di uguaglianza, ossia tutte le azioni appartenenti ad una determinata categoria forniscono i medesimi diritti.

E si tratta, inoltre, di una uguaglianza oggettiva, poiché uguali sono i diritti che ciascuna azione conferisce, non i diritti di ciascun azionista, che cambiano a seconda del possesso azionario che il socio può liberamente predeterminare⁴⁰.

Una tale concezione di questo strumento finanziario da parte del legislatore risulta strumentale a promuoverne la circolazione in un periodo, come la prima metà del XX secolo, in cui sono in forte sviluppo i mercati finanziari, primo fra tutti la borsa-valori. Concezione che favorisce la società, in termini di capitalizzazione,

⁴⁰ Campobasso G.F., *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Utet Giuridica, 2012 pp.200 e ss.

e gli investitori, data la facilità del disinvestimento dovuta ad una maggiore mobilità del titolo⁴¹.

Per quel che concerne i diritti sociali, distinguiamo diritti di natura patrimoniale, diritti di natura amministrativa e diritti di natura patrimoniale e amministrativa, di concerto. In primo luogo, l'art.2350 statuisce che ogni azione conferisce il diritto ad una parte proporzionale degli utili netti risultanti dal bilancio d'esercizio e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione. L'art. 2370 attribuisce il diritto di intervento in assemblea, e l'art. 2372 il diritto di farsi rappresentare in assemblea. Fondamentale l'art 2441 che attribuisce agli azionisti il diritto di opzione, ossia il diritto dei soci attuali di venire preferiti a terzi nella sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, in sede di aumento del capitale sociale a pagamento, e delle obbligazioni convertibili in azioni⁴².

Per quel che concerne il cuore della materia in esame, ossia il diritto di voto, la disciplina è da rinvenirsi nel disposto normativo dell'art.2351. Il primo comma dell'articolo, di fondamentale importanza, introduce il principio un'azione, un voto come modello legale di attribuzione della capacità deliberativa, ossia il

⁴¹ Jaeger, *Il voto divergente nella società per azioni*, pp. 39-40

⁴² Campobasso G.F., *Diritto commerciale2. Diritto delle società*, pp. 204 e ss.

principio secondo cui ad ogni azione corrisponde un diritto di voto da esercitare in assemblea. Il legislatore del 1942, tuttavia, apporta un vulnus al voto proporzionale attraverso la previsione del secondo comma dell'articolo in commento, il quale prevede la possibilità di emettere azioni privilegiate con diritto di voto limitato, ossia che attribuiscono al titolare la possibilità di esercitare il diritto di voto esclusivamente nell'assemblea straordinaria, estromettendolo di fatto dalla nomina degli amministratori. L'unico limite all'emissione di queste azioni è costituito dalla necessità che la quantità di capitale sociale costituito dalle stesse non dovesse eccedere la metà dell'intero capitale sociale, per evitare uno sgretolamento di quel vincolo fra potere e rischio che trova pienezza esclusivamente quando il capitale sociale sia interamente costituito da azioni attributive del diritto in ogni materia di competenza dell'assemblea⁴³.

Il terzo comma, invece, stabilisce il divieto assoluto di emettere azioni a voto plurimo. A tal proposito è evidente la scelta del legislatore di cercare un compromesso fra le correnti di pensiero sul

⁴³ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale* 2015, Vol. 2, p. 266

voto plurimo degli anni antecedenti l'entrata in vigore del codice civile.

Il voto plurimo, infatti, era avversato da una consistente parte della dottrina giuridica, ma soprattutto dell'ambiente economico, in considerazione delle conseguenze patologiche rispetto ai meccanismi fisiologici del mercato finanziario⁴⁴: si temeva che il voto multiplo avesse potuto cristallizzare il controllo societario, comportando una staticità del nucleo di comando delle società, limitando la contendibilità della società. Il che avrebbe contestualmente limitato la circolazione degli strumenti finanziari causando un blocco del mercato e, di conseguenza, una regressione dell'intera economia nazionale.

1.4 Le azioni di risparmio

Il quadro normativo sulla materia societaria delineato dal codice civile del 1942 non subì stravolgimenti nel corso delle tre decadi successive alla sua emanazione. L'impianto strutturale della disciplina azionaria poggiava, ormai, sulla inscindibile e necessaria correlazione fra proprietà e potere esercitabile sull'azienda e sul

⁴⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp.24-26

management, a seguito della recezione nel sistema giuridico italiano dell'idea dell'azione quale naturale fonte di potere sociale e dell'idea di una democratizzazione del governo societario fondata su criteri plutocratici, tali per cui la sfera d'influenza del socio è commisurata proprio in relazione all'entità del pacchetto azionario detenuto. Il c.d. principio proporzionale, tuttavia, subisce degli strappi già all'interno della disciplina codicistica, con la previsione delle azioni privilegiate a voto limitato, che, attribuendo il voto soltanto nell'assemblea straordinaria, costituiscono un primo tentativo da parte del legislatore di dare adito agli interessi dei piccoli risparmiatori, spinti all'investimento da meri intenti speculativi, e dei soci imprenditori, intenzionati ad aumentare l'afflusso di capitali pur non volendo perdere la propria posizione di controllo⁴⁵.

Ma è soltanto con la legge n.216 del 1974 che queste speculari esigenze trovano una piena realizzazione con l'introduzione delle azioni di risparmio, emettibili esclusivamente da società quotate in borsa. In particolare, questo istituto risulta strumentale alla liberalizzazione degli investimenti, con effetti di sviluppo delle

⁴⁵ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, p.13

logiche speculative alla base del mercato mobiliare, a favore del consolidamento dell'efficienza del sistema economico nazionale. A tal proposito, inoltre, la legge testé menzionata prevede dei meccanismi atti a garantire la trasparenza degli assetti societari. Difatti all'art. 1 istituisce un organo pubblico di controllo, ossia la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa – c.d. Consob - che si occupava, nella fase embrionale della regolamentazione dei mercati finanziari, di controllare la borsa e la trasparenza sugli emittenti quotati in borsa⁴⁶. Di notevole importanza risulta il dibattito dottrinale che precedette l'istituzione delle azioni di risparmio: da un lato vi era un orientamento favorevole alla compromissione del voto nei confronti degli azionisti risparmiatori, poiché si riteneva che spesso questa categoria di azionisti non esercitasse il voto, con una conseguente cristallizzazione del controllo societario laddove i gruppi di comando andassero a carpire tale voto attraverso la raccolta di deleghe⁴⁷; dall'altro lato, una diversa parte della dottrina riteneva il voto imprescindibilmente connesso alla qualità di socio, in corrispondenza al profilo causale

⁴⁶ Bione M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2015, p.668-669

⁴⁷ Campobasso G.F., *Le azioni di risparmio nel progetto di riforma delle società commerciali*, in *Banca borsa titoli di credito*, 1969, vol. I, pp.69 e ss.

del contratto societario, ossia l'esercizio in comune dell'attività economica. Si riteneva, pertanto, che la conservazione del voto fosse necessaria proprio per evitare abusi della maggioranza. Si preferiva l'introduzione di meccanismi finalizzati al superamento dell'inerzia del socio risparmiatore piuttosto che l'istituzione delle azioni di risparmio⁴⁸.

Con l'ingresso delle azioni di risparmio nella disciplina societaria italiana si assiste ad una nuova tappa verso la deviazione dal principio che vincola saldamente l'azionista ed il voto. Si tratta, infatti, di una particolare tipologia di strumenti finanziari privi del diritto di voto sia in assemblea ordinaria, sia in assemblea straordinaria, ma privilegiati sul piano patrimoniale. Il legislatore, dunque, riconosce formalmente la figura del socio investitore, ossia della grande massa di piccoli risparmiatori interessati alla partecipazione azionaria poiché attirati esclusivamente dal profilo economico-patrimoniale dello status di socio. Coloro che vengono altresì definiti, nel gergo economico, "speculatori", poiché disposti a sopportare il rischio d'impresa esclusivamente ai fini del rendimento atteso dall'investimento, essendo totalmente

⁴⁸ Buttarò L., *Le azioni senza voto*, in *La riforma delle società di capitali*, vol.II, Milano, 1968, pp. 509 e ss.

disinteressati dall'esercizio dei diritti amministrativi. Questa tipologia di azionisti si distingue, invece, dai soci imprenditori, coloro, cioè, che sono interessati agli aspetti connessi al management della società⁴⁹.

Si tratta di una vera e propria rivoluzione del rapporto societario, laddove permettendo una partecipazione sociale che non conferisce possibilità di prendere decisioni in merito all'attività sociale si erode il rapporto fra la proprietà della ricchezza ed il controllo sociale, a seguito di una menomazione della capacità dei titolari di azioni di risparmio di concorrere alla nomina dell'organo amministrativo. Orbene, proprio il profilo causale della società, connotato dalle peculiarità della comunanza e della collettività dell'esercizio dell'attività d'impresa, viene svuotato di significato dal punto di vista dell'azionista di risparmio, messo al di fuori dei processi associativi e consultivi dell'attività interna della società, e, quindi, più vicino alla figura dell'obbligazionista⁵⁰.

Difatti, la legge n.216 del 1974 configura un titolo azionario originale e unico nel suo genere: l'assenza di voto è accompagnata dalla presenza di vantaggi di natura patrimoniale che avvicinano

⁴⁹ Bione M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, pp. 668-669

⁵⁰ Spada P., *Le azioni di risparmio*, in *Rivista di Diritto civile*, vol. II, 1974, pp.185-190

questo strumento finanziario all'obbligazione, laddove il diritto all'utile viene svincolato da una delibera assembleare di distribuzione e recuperato se non corrisposto negli esercizi precedenti (art. 15, comma 1 e 4 l. 216 del 1974); inoltre, il difetto di potere deliberativo è attenuato attraverso la possibilità di prevedere una postergazione in caso di perdite (art. 15, comma 7).Le azioni di risparmio, poi, costituiscono una deroga alla nominatività obbligatoria delle azioni, in quanto possono essere al portatore, tranne quelle appartenenti ad amministratori, direttori generali e sindaci e sono caratterizzate dalla previsione di un'organizzazione di gruppo ad hoc , come per i titolari di titoli obbligazionari⁵¹.

Ai fini di una limitazione del potere degli azionisti ordinari- che altrimenti avrebbero la possibilità di controllare la società nonostante la titolarità di un bassa percentuale del capitale sociale - la legge, infine, prevede un limite alla loro emissione: il capitale sociale non può essere costituito per più della metà da azioni di risparmio (o da azioni a voto limitato).

⁵¹ Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, 2015, pp. 554-556

L'azione di risparmio, però, perde gradualmente queste connotazioni che la rendono un titolo sui generis, a seguito dei vari provvedimenti normativi di riforma del diritto societario e finanziario. In primo luogo il decreto legislativo n.58 del 24 febbraio 1998, ossia il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, un corpus normativo che andava a ricomprendere tutte le disposizioni emanate in materia fino a quel momento e che segnava la volontà del legislatore di adeguare la legislazione italiana ai notevoli progressi in materia societaria e finanziaria che si erano registrati a livello europeo ed internazionale. L'art. 145 del Tuf, innanzitutto, prevede al secondo comma una marginalizzazione del distacco intercorrente fra il profilo patrimoniale del possessore di azioni ordinarie e quello del possessore di azioni di risparmio, poiché rimette allo statuto la determinazione del contenuto del privilegio patrimoniale e di limiti, modalità, condizioni e termini per il suo esercizio. Cioè, secondo una delle posizioni più accreditate in dottrina, si attribuiva all'autonomia statutaria la possibilità di emettere azioni senza voto che non conferissero privilegi patrimoniali⁵².

⁵² Abriani N., *Commento all'art.2351, in Cottino (diretto da) Il nuovo diritto societario,*

Al terzo comma, invece, si consolida la previsione codicistica secondo cui possano essere emesse al portatore, ma l'introduzione del sistema di dematerializzazione previsto in via obbligatoria per le società quotate, comporta la sottoposizione delle azioni di risparmio alle stesse regole di circolazione della legittimazione scritturale stabilite per le azioni nominative dematerializzate⁵³.

1.5 La riforma del diritto societario del 2003

Il decreto legislativo n.6 del 17 gennaio del 2003–i cui lavori preparatori furono eseguiti dalla Commissione Vietti - attuativo della Legge Delega della Riforma del diritto societario (L. n 366 del 3 ottobre del 2001) comporta degli stravolgimenti nell'ambito della disciplina societaria e finanziaria italiana che coinvolsero in maniera sostanziale il diritto di voto. In particolare la linea conduttrice del provvedimento in esame è costituita dalla volontà del legislatore di adeguare l'ordinamento giuridico italiano ai fenomeni di progressiva evoluzione normativa intercorsi nel panorama europeo ed internazionale nell'ambito di un ricercato fenomeno di globalizzazione dei mercati finanziari. La riforma è volta all'ampliamento dell'autonomia statutaria proprio al fine di

Bologna, 2004, p.221

⁵³ La Sala G.P., *Principio proporzionale e voto non capitalistico nella società per azioni*, p.15

accrescere la capitalizzazione, attribuendo ai privati degli strumenti di partecipazione finanziaria che potessero essere più vicini alle disparate esigenze legate all'investimento⁵⁴.

Una delle novità più pregnanti in tema di correlazione fra potere e rischio è senza dubbio la previsione dell'azione senza diritto di voto: la legittimazione all'emissione di tali azioni viene estesa a tutte le società per azioni, derogando in maniera definitiva al principio un'azione, un voto. Una scelta che apre a diversi spunti di riflessione, fra cui il profilo della tutela dell'azionista. Se nel '74 l'azione priva di voto viene associata alle sole società quotate e, dunque, sottoposta a quegli strumenti di etero tutela immanenti ai mercati ufficiali – quali la vigilanza di un organo esterno come la Consob – nel 2003 il difetto di potere decisionale non viene bilanciato con specifiche forme di tutela per il socio titolare. Nondimeno si ha una compensazione della carenza deliberativa con la previsione di particolari privilegi patrimoniali, la cui necessità

⁵⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto e le azioni a voto multiplo*, p.27

fondava l'ontologia dell'azione di risparmio, ma scompare nelle azioni senza voto ex art. 2351, comma secondo post riforma⁵⁵.

L'azione senza voto diventa un mero termine di distinzione fra i soci a livello di posizione ricoperta nella società. Non è più il simbolo del socio risparmiatore, laddove essendo emettibile da società chiuse al mercato, non ha il fine di sviluppare la liquidità del titolo o di incentivare la raccolta di capitali⁵⁶.

Si attua una separazione netta fra controllo e proprietà atavicamente fondata sul principio della inscindibile proporzionalità fra partecipazione azionaria e capacità deliberativa. Viene dissolto il principio del legame fra status di socio e totale fruizione dei diritti sociali. Sul piano della realtà la conseguente limitazione di potere sociale si traduce nella impossibilità dei titolari di azioni senza voto di ingerirsi negli schemi decisionali volti proprio all'individuazione dei soggetti chiamati ad occuparsi dei profili gestionali della società. Si rompe il rapporto fiduciario fra amministratori e sottoscrittori del capitale sociale⁵⁷.

⁵⁵ Pomelli A., *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. I, 2008, p.511

⁵⁶ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, p.16

⁵⁷ Marrocchi M., *Sull'attualità della correlazione fra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, pp. 4 e 5

Le azioni prive del voto non segnano la definizione ultima del graduale sgretolamento del sistema del voto proporzionale. Il nesso genetico fra azionista e voto viene affievolito da altri istituti introdotti dalla riforma del 2003. Significativo in proposito risulta essere, ancora, l'art.2351, secondo comma, il quale concede all'autonomia statutaria la possibilità di forgiare, oltre alle azioni senza voto, tutta un'altra una serie di strumenti di partecipazione al capitale che derogano il principio proporzionale: in primo luogo le azioni a voto condizionato, le quali conferiscono il voto esclusivamente in presenza di una specifica condizione non meramente potestativa. Con questa novità si palesa la volontà del legislatore di recepire nella legislazione italiana i progressi anzitempo raggiunti dall'esperienza internazionale, in quanto il voto condizionato aveva già trovato ampio ingresso nell'ordinamento statunitense⁵⁸. La peculiarità risiede nella connessione fra esercizio del voto e una fattispecie più articolata della mera partecipazione azionaria, ossia la realizzazione dell'evento posto sub condizione⁵⁹. In secondo luogo, le azioni che conferiscono diritto di voto limitato a particolari argomenti individuati dall'ordine del giorno in

⁵⁸ §6.01 lett. c), n.1 Model Business Corporation Act

⁵⁹ La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, pp.16 e 17

assemblea. Per cui se in passato vigevano le azioni con voto limitato all'assemblea straordinaria, dopo la riforma la c.d. forza di voto viene ulteriormente compressa. Uno strumento, inoltre, che prevede una più ampia modulazione della manifestazione della volontà sociale, in quanto si possono avere tante azioni in base agli argomenti o alla combinazione fra gli argomenti all'ordine del giorno⁶⁰. Inoltre, viene ribadito il limite all'emissioni di azioni a voto non pieno, già legislativamente previsto in precedenza: non possono eccedere il 50 per cento del capitale sociale⁶¹.

Per quel che concerne il diritto di voto la c.d. Riforma Vietti, però, non si limitò *sic et simpliciter* alla modulazione dello strumento azionario. Un aspetto profondamente rivoluzionario fu l'introduzione, all'art 2346, sesto comma della possibilità da parte di società quotate e non di emettere dei particolari strumenti finanziari partecipativi "a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere e servizi". E trattandosi di strumenti emessi in favore di coloro i quali hanno eseguito tali apporti si distinguono dalle azioni, emesse a seguito di conferimenti. Ne discendono due

⁶⁰ Saggiocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Rivista del notariato, n. LXVIII, pp.923 e 924

⁶¹ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in Giurisprudenza commerciale, 2015, vol. II, Giuffrè, parte I, p.266

corollari: sono caratterizzati da un elemento negativo, ossia la non imputabilità a capitale e, soprattutto, i titolari degli stessi non acquistano la qualifica di socio⁶². Tuttavia, tali strumenti possono essere forniti di diritti a contenuto economico e di diritti amministrativi, ad esclusione del diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti. Le modalità e le condizioni d'emissione sono lasciate alla libera determinazione dell'autonomia statutaria. Si tratta degli stessi strumenti partecipativi di cui all'art. 2349, comma secondo, in base al quale “ 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”.

Per quanto riguarda i diritti corporativi l'art 2351, comma quinto statuisce che “ possono essere dotati del diritto di voto su argomenti

⁶² Pasquariello C., *Commento all'art.2351*, in *Commentario delle società* a cura di Giovanni Grippo, Utet giuridica, 2009, p.345

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 partecipano⁶³».

Tuttavia, la titolarità di questi strumenti legittima la capacità deliberativa esclusivamente nell'assemblea speciale, all'uopo prevista ex art 2376⁶⁴.

La problematicità di questo istituto riveste l'ambito connesso strettamente alla congiunzione fra proprietà azionaria e controllo, che risulterebbe pregiudicata a seguito della possibilità, riconosciuta ai detentori degli strumenti finanziari, ove lo statuto lo prevedesse, di nominare un membro di un organo che si occupa proprio della gestione sociale. Potere che verrebbe, scilicet, concesso a soggetti che non hanno la qualità di socio. Ciononostante, è da rilevarsi come tali scelte del legislatore siano orientate all'ampliamento delle modalità attraverso cui le società possano ottenere risorse

⁶³ Campobasso G.F., *Diritto commerciale 2. Diritto delle società*, pp. 220-222

⁶⁴ Pasquariello C., *Commento all'art.2351, in commentario delle società* a cura di Giovanni Grippo, p. 348

finanziarie, *scilicet*, come altri provvedimenti in passato, strumentali al progresso dell'economia italiana. Ed è necessario prevedere una tutela dei soggetti che apportino tali risorse alla società, essendo comunque portatori di interessi di natura indubbiamente patrimoniale, quanto amministrativa. Ad ogni modo è discusso in dottrina se in presenza di strumenti partecipativi di diverse categorie coloro che effettuano tali apporti possano nominare un solo membro indipendente del consiglio di amministrazione, del comitato di sorveglianza o del collegio sindacale ovvero se possa esserne eletto uno per ogni categoria. L'orientamento prevalente propende per la seconda soluzione e, anche in questo caso, la forza decisionale dei soci continua ad essere parimenti integra, poiché, il numero di amministratori indipendenti nominati dai non soci sarebbe non sarebbe superiore alla metà più uno dei consiglieri⁶⁵.

Altro aspetto innovativo concernente il voto nelle società per azioni apportato dal decreto in esame è il disposto normativo del comma terzo del 2351, il quale conferisce alle sole società facenti ricorso al

⁶⁵ Abriani, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Tratto di diritto commerciale, le società e le azioni* diretto da Cottino, 2010, Vol. IV, Padova, pp. 344 e ss.

mercato del capitale di rischio⁶⁶ il potere di introdurre clausole che riducono il numero di voti in base alle azioni possedute, derogando il voto ponderale. Trattasi delle clausole di voto massimo e di scaglionamento. Con la prima si ha l'effetto di limitare il voto ad una misura massima - *scilicet* il c.d. tetto massimo - oltre la quale non saranno riconosciuti voti qualunque sia il numero di azioni possedute. Con la seconda si introducono degli scaglioni di voto, sicché il voto cresce secondo quanto statutariamente programmato⁶⁷. Le clausole di voto massimo sono strutturalmente omogenee, a differenza delle clausole di scaglionamento, che possono prevedere modelli di voto scalare molto diversi fra di loro. Solitamente viene statutariamente prevista la formulazione del voto scalare che prevede una progressiva diminuzione del diritto di voto al crescere delle partecipazioni⁶⁸.

⁶⁶ categoria istituita dal 2325 bis del c.c. Ai fini dell'individuazione di questa tipologia di società per azioni, bisogna rifarsi all'art. 111 delle disp.att.c.c., il quale precisa come il legislatore si sia riferito all'art.116 del T.u.f., che a sua volta, attribuisce alla Consob l'incarico di fissare i criteri per l'individuazione di tali società. La Consob ha definito questi criteri all'art. 2 bis della delib. 11971, secondo cui si tratta di società emittenti azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, vale a dire quelle s.p.a. che :

abbiano azionisti diversi dai soci di controllo in numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale almeno pari al 5%; non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-bis, comma primo c.c.

⁶⁷ nel codice di commercio del 1882 il voto scalare, ex art.157, costituiva il metodo legale di attribuzione del voto

⁶⁸ Richter M.S., *Commento all'art.2351, in Codice commentato delle società* a cura di Abriani N., Utet giuridica, 2010, pp. 691 e ss.

Dunque, può dirsi che la Riforma del 2003 ha decisamente inciso sulla materia del diritto di voto attraverso il recupero di istituti già consolidati a livello pratico e normativo che hanno costituito importanti tappe evolutive nel processo di innovazione della disciplina societaria, come il voto scalare, e l'introduzione di strumenti ex novo – come le azioni senza voto, le azioni a voto condizionato, le azioni a voto limitato e gli strumenti partecipativi - finalizzati al soddisfacimento delle nuove esigenze legate tanto ai profili endogeni della vita sociale, quali gli assetti decisionali e manageriali, quanto ai profili esogeni, quali quelli legati alla capitalizzazione. Nuove esigenze che nascono proprio per il fenomeno dello sviluppo dei mercati finanziari e del crescente progresso della disciplina societaria e finanziaria in ambito europeo ed internazionale. Ciononostante, in questo processo di rinnovamento volto a rendere competitive le società italiane, il legislatore italiano non muta la situazione normativa connessa al voto plurimo. Infatti, l'art 2351, al quarto comma ribadisce il divieto di emettere azioni a voto plurimo, vale a dire, il tassativo divieto di emettere strumenti di partecipazione al capitale che attribuiscono più voti ad una singola unità partecipativa⁶⁹. Pertanto,

⁶⁹ Bione M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, p.669

se il principio capitalistico - la cui espressione concettuale e pratica si traduce nella formula un'azione, un voto – costituente il tradizionale perno della struttura finanziaria delle società per azioni, viene derogato attraverso il potenziamento dell'autonomia statutaria cui viene conferita la possibilità di assumere dei modelli che influiscano sulla correlazione fra potere e rischio attenuando il vincolo fra l'azionista e il voto, non è prevista una deviazione da tale principio in ottica di potenziamento della capacità deliberativa connessa alla partecipazione azionaria.

Sicuramente, questa scelta del legislatore non è stata esente da critiche e dubbi di varia natura palesati tanto dalla dottrina quanto dagli ambienti economici. Innanzitutto perché la possibilità di emettere azioni prive del voto o con voto limitato non risulta inconciliabile con il voto plurimo. In secondo luogo perché il voto multiplo avrebbe consentito di ottenere risultati favorevoli al fenomeno dell'afflusso di capitali, data la potenza attrattiva dell'istituto che, comportando una sproporzione fra potere e rischio, determina un notevole ampliamento del potere sociale in relazione alla funzione deliberativa, nonostante lo stesso rischio sopportato al momento dell'investimento. D'altro canto, però, è da considerarsi

la matrice ideologica che ha spinto il legislatore della riforma all'esclusione di azioni attributive di più voti. Si è ritenuto, infatti, di dover necessariamente restare coerenti con la situazione societaria italiana dell'epoca. Il divieto viene ribadito proprio per evitare eccessive cristallizzazioni del controllo societario a seguito di eccessive concentrazioni di potere fra gli azionisti di minoranza, i quali sarebbero oltre ogni modo capaci di indirizzare la gestione sociale, con effetti di potenziale distorsione del mercato, data la usuale inadeguatezza dei titolari di piccole partecipazioni azionarie ad assumere il governo societario⁷⁰.

Il legislatore ha preferito propendere per le azioni senza voto e gli altri strumenti di deviazione dal voto proporzionale apportati dalla riforma evitando la contestuale introduzione del voto plurimo, ritenendo di mantenere quanto più possibile ferma la correlazione fra potere e rischio d'impresa, in quanto, sotto il profilo della realtà, non ha voluto ottenere degli effetti normativi per cui la soglia necessaria all'acquisto del controllo societario si sarebbe eccessivamente abbassata⁷¹. Si è mantenuta l'idea di conferire il

⁷⁰ Richter M.S., *Commento all'art.2351, in Codice commentato delle società*, a cura di Abriani N., 2010, p.689

⁷¹ Massella Ducci Teri B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Rivista di Diritto Societario*, vol. II, 2013, p. 760-761

governo della società a chi fosse titolare di consistenti partecipazioni azionarie attraverso la necessità di un equilibrio fra azioni ordinarie e azioni a voto non pieno così come normativamente imposto ex art. 2351, comma secondo .

1.6 Il Decreto Competitività del 2014

Tra i vari modelli di attribuzione del diritto di voto ai titolari di partecipazioni azionarie, il principio “un’azione, un voto” si è affermato all’interno dei Paesi Europei e negli Stati Uniti a partire dalla seconda metà dell’ottocento, considerato come il miglior sistema astrattamente prevedibile per regolare l’assegnazione del voto nelle società per azioni, poiché in grado di concepire un equilibrio perfetto fra gli interessi economici e il potere di prendere parte alla vita sociale. Difatti, la proporzionalità fra capacità deliberativa e azioni detenute consente di dare maggior potere di influenzare gli orientamenti sociali ai soci che effettivamente subiranno in maggior misura il peso delle conseguenze delle decisioni assunte attraverso i procedimenti deliberativi della volontà sociale. Si instaura, cioè, quella ottimale simmetria fra rischio e potere che permette di valorizzare l’investimento azionario , conciliando gli interessi del singolo socio ad avere il giusto peso

nelle dinamiche sociali, e gli interessi della società all'afflusso di capitali.

Orbene, agli esordi del ventunesimo secolo il diritto di voto è stato il tema centrale dei dibattiti avvenuti all'interno degli ambienti giuridici ed economici, con una particolare attenzione verso la deviazione dal principio di proporzionalità fra azione e voto. A riguardo, il tema principale fu il voto plurimo. Al passare del tempo, è cresciuto l'interesse attorno al voto plurimo, tanto che sono stati svolti diversi studi e redatte diverse pubblicazioni giuridiche, fra cui rivestono grande importanza il “Report on Issues Related To Takeover Bids “ del gennaio 2002 e il “Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe” del novembre 2002 redatti dall'High Level Group of Company Law Experts e il Report on the Proportionality Principle in the European Union del 2007 redatto dall'Institutional Investor Services (ISS), dallo European Corporate Governance Institute (ECGI) e dallo studio legale Sherman & Sterling. Ciò nondimeno, le indagini principali furono svolte dalla Commissione Europea, che, nell'Action Plan sul diritto societario realizzò uno studio che rappresentava minuziosamente la realtà socio-finanziaria europea

relativa ai profili applicativi del sistema proporzionale di assegnazione del voto all'interno delle s.p.a. Uno studio che, nello specifico, aveva come scopo ultimo quello di indagare circa gli scostamenti dal principio capitalistico. I risultati delineano una situazione di profonda eterogeneità, in quanto nei diversi Paesi membri dell'Unione europea si assiste ad una disciplina del diritto di voto che cambia a seconda degli orientamenti giuridici, ma soprattutto a seconda di peculiari connotazioni strettamente societarie, quali le diverse caratteristiche delle società, prime fra tutte la dimensione e gli assetti proprietari. Innanzitutto lo studio del 2007 prese atto della considerazione che il principio proporzionale non sempre viene rispettato, facendo ricorso a peculiari deroghe allo stesso principio⁷².

Si possono individuare due principali tendenze: da un lato vi sono orientamenti giuridici che hanno semplicemente introdotto azioni prive del diritto di voto, con voto limitato o con voto condizionato; dall'altro lato Paesi che hanno legittimato l'emissione di azioni a voto multiplo. Invero, in tali Paesi sono stati introdotti degli strumenti finalizzati al rafforzamento del controllo che di fatto

⁷² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, pp 9-11

determinano delle situazioni per cui gli azionisti hanno una forza di voto più elevata rispetto all'entità della partecipazione azionaria. Spesso questi meccanismi determinano un effetto di preservazione del nucleo di controllo delle società, di cristallizzazione del gruppo di comando⁷³.

Orbene, dopo varie riflessioni a livello comunitario sulla opportunità di attribuire agli azionisti a lungo termine – i c.d. “cassettisti” – dei diritti di voto potenziato per poter incentivare il finanziamento a lungo termine nelle società, e le raccomandazioni della Commissione Europea aventi ad oggetto l'importanza di fare immediato ricorso al voto plurimo, il legislatore italiano ha deciso di porsi in continuità con questo orientamento e, in particolare, con le scelte dei Paesi ad economia avanzata – fra cui Stati Uniti e Giappone- pervenendo ad un importante rinnovamento della disciplina societaria in tema di società per azioni attraverso l'emanazione del decreto legge n.91 del 24 giugno del 2014 convertito con alcune modifiche dalla legge n.216 dell'11 agosto del 2014 contenente diverse disposizioni, fra cui alcune finalizzate a

⁷³ Pomelli: *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, p 549

rilancio e allo sviluppo delle imprese e all'attuazione immediata di adempimenti derivanti dall'Unione Europea⁷⁴.

Il provvedimento in esame ha apportato significative novità attraverso l'introduzione di istituti che hanno radicalmente modificato la previgente situazione normativa circa il diritto di voto nelle s.p.a. quotate e non. In primo luogo viene rimosso il divieto di emettere azioni a voto plurimo, rimasto inalterato post riforma del 2003; è poi introdotta, esclusivamente per le società quotate, la maggiorazione del voto; infine viene estesa anche alle società facenti ricorso al mercato del capitale del rischio la possibilità di prevedere statutariamente il voto scalare ed il tetto massimo di voto. Ai fini di una maggiore compatibilità della disciplina delle società quotate con le azioni a voto maggiorato, il decreto in esame ha anche apportato talune modifiche alle disposizioni del Tuf in materia di Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) e di partecipazioni rilevanti, attribuendo alla Consob il compito di concernere le disposizioni finalizzate all'attuazione di tale disciplina, ai fini del rispetto della disciplina dell'OPA obbligatoria e delle partecipazioni rilevanti, ma anche per assicurare la trasparenza circa la situazione

⁷⁴ Micossi S., Rivista del notariato, n.LXIX, 2015, p. 435

relativa alle partecipazioni societarie. Compito svolto dalla Consob con una modifica del Regolamento Emittenti apportata dalla delibera 19084 del 23 dicembre del 2014. Ciò nondimeno, per rendere più armonica la disciplina sui sistemi di garanzia, sulla liquidazione e soprattutto sul sistema di gestione accentrata svolto dalla Monte Titoli – a cui ogni strumento finanziario italiano o estero può essere ammesso e regolato attraverso mere scritture contabili senza lo spostamento fisico, poiché la gestione dei titoli avviene in forma dematerializzata – è stato emesso il 24 febbraio del 2015 un atto congiunto dalla Consob e dalla Banca d’Italia che ha modificato il Provvedimento Unico del 22 febbraio del 2008⁷⁵. Se con la riforma del diritto societario del 2003 viene già prevista la possibilità di derogare al principio capitalistico in via statutaria “*in minus*” rispetto alla regola un’azione, un voto, il decreto Competitività prevede invece una modifica “*in maius*” di tale regola⁷⁶: si assiste, difatti, ad un potenziamento del diritto di voto, sia per le società non quotate, sia per le società quotate. Per le prime viene modificato l’art. 2351, comma quarto, conferendo la possibilità di emettere azioni con diritto di voto plurimo anche

⁷⁵ Micossi S., Rivista del notariato, vol. LXIX, marzo-aprile 2015, pag. 433 – 434

⁷⁶ 77 Bione M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in Giurisprudenza Commerciale, 2011, vol. I, p. 673

soltanto per taluni particolari argomenti ovvero condizionato, cioè “subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative”. Ma il tutto sottoposto al limite massimo di tre voti ad azione. Per quanto concerne, invece, le società quotate viene inserito nel Tuf l’art. 127-quinquies il quale conferisce alle società quotate la possibilità di prevedere statutariamente le c.d. *loyalty shares* (azioni di fedeltà), ossia la maggiorazione del voto, tali per cui alle azioni appartenute allo stesso soggetto per un periodo di tempo continuativo di 24 mesi è possibile attribuire fino ad un massimo di due voti. In questo secondo caso il decreto mira – come è possibile leggere nella relazione allo stesso contenuta nell’Atto Senato n.1541 – a favorire la quotazione in borsa delle società italiane. Infatti, in particolare per le imprese familiari, spesso si assiste a delle resistenze alla quotazione nel mercato secondario in virtù della volontà dei gruppi di controllo di preservare il nucleo “familiare”. Coloro che detengono la maggior parte del capitale sociale temono che attraverso l’immissione delle azioni nel mercato secondario possa sgretolarsi la propria posizione d’influenza nella società. Pertanto il legislatore ha voluto introdurre questo sistema di semplificazione volto a rendere la struttura del capitale più

flessibile attraverso la modifica *in maius* del principio della necessaria correlazione fra l'azione e la singola unità di voto , consentendo di accrescere la portata del flottante⁷⁷ in sede di offerta al pubblico iniziale (IPO) ⁷⁸ e di aumentare la liquidità dei titoli senza stravolgere gli assetti di controllo.

La ratio sottesa a tali strumenti consiste nell'orientamento secondo cui il fatto che vi sia un socio od un gruppo di soci stabilmente inseriti nella gestione sociale sia favorevole sia sotto i profili organizzativi della società, sia in ottica di raccolta del capitale di rischio. Per favorire gli investimenti a lungo termine – esigenza espressa a livello comunitario nel Libro verde della Commissione Europea del 25 marzo del 2013 – è stata proprio prevista l'introduzione delle *loyalty shares* che assicurano il potenziamento del voto del socio che mantiene la propria partecipazione azionaria stabilmente.

Si tratta di istituti che si pongono fra loro in un continuum concettuale, ma soprattutto applicativo, con l'idea, sullo sfondo, dei

⁷⁷ Per flottante si intende la quantità di azioni emesse da una società quotata che gli investitori possono liberamente commerciare nel mercato finanziario

⁷⁸ L'IPO consiste nell' offerta destinata al pubblico dei titoli di una società che intende quotarsi per la prima volta su un mercato regolamentato. Le offerte pubbliche iniziali sono promosse generalmente da una società il cui capitale è posseduto da uno o più imprenditori, o da un ristretto gruppo di azionisti, come investitori istituzionali o *venture capitalists*.

vari scenari pratici che comporta l'aumento della forza di voto connessa alla titolarità dell'azione. Le azioni a voto plurimo si configurano per l'essere titoli caratterizzati dal potenziamento del diritto di voto. Un diritto di voto potenziato che può essere modulato sia attraverso lo schema del condizionamento del voto , sia attraverso lo schema della limitazione del voto a particolari argomenti. Se nel primo caso la fattispecie considerata è la subordinazione dell'esercizio del voto plurimo al verificarsi di condizioni non meramente potestative, ossia non dipendenti dalla mera volontà di un socio o dell'organo amministrativo, ma soggette all'accadimento di eventi futuri ed incerti, statutariamente previsti, nel secondo caso l'esercizio del voto plurimo è limitato alle delibere aventi ad oggetto quei particolari argomenti all'ordine del giorno previamente individuati dallo statuto (ad esempio la sola approvazione del bilancio). In assenza, poi, di un esplicito divieto legislativo, taluni orientamenti ritengono che si possa configurare anche la possibilità di creare azioni che originariamente attribuiscono il voto multiplo, ma che perdono tale privilegio in relazione a delibere concernenti taluni particolari argomenti o al verificarsi di condizioni non meramente potestative⁷⁹. Come già

⁷⁹Cfr *Categorie di azioni a voto plurimo fidelizzanti*, Orientamento n.48/2014 del Consiglio

sottolineato per le azioni a voto maggiorato, le azioni conferenti voto plurimo hanno una valenza notevole, sotto il profilo della realtà, a livello di salvaguardia degli assetti proprietari e in ottica di trasformazione del risparmio in capitale, principalmente per le società a ristretta base azionaria, dove non si assiste ai consistenti fenomeni di atomizzazione del capitale sociale. Il panorama economico nazionale, infatti, è costituito largamente da piccole e medie imprese, molte delle quali a conduzione familiare. Ossia vi è una larga prevalenza di società chiuse. In questa tipologia di società ritroviamo imprenditori che non dispongono di elevate risorse finanziarie e che, attraverso il voto multiplo, possono mantenere il controllo della società. Di conseguenza è possibile allargare la base azionaria attraverso l'ingresso di finanziatori esterni. Il decreto competitività è fondamentale appropriato alle vicende economiche del periodo, in quanto i primi anni del ventunesimo secolo sono caratterizzati dall'incremento della presenza di organismi di investimento collettivo, come i fondi di investimento, che si occupano di raccogliere il pubblico risparmio allo scopo d'investire i capitali sul mercato mobiliare, diversificando, in tal modo, l'investimento e riducendo il rischio rispetto ad un

notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato

investimento diretto in azioni di una singola società in un singolo settore. Appare di semplice comprensione come lo strumento del voto multiplo sia, a tal proposito, in grado di conciliare diversi interessi e di realizzare il risultato ultimo voluto dal legislatore, ossia il progresso delle aziende nazionali e, di conseguenza, dell'intero sistema economico. Infatti permette di soddisfare l'esigenza dei gruppi di comando di mantenere la propria posizione in ottica di gestione sociale, e l'obiettivo degli organismi di investimento collettivo consistente esclusivamente nel realizzare un utile dall'investimento. I fondi comuni di investimento sono disinteressati alla gestione della società, quindi dirigeranno gli investimenti verso titoli azionari ordinari o a voto non pieno⁸⁰. Una soluzione, dunque, al problema della chiusura del nucleo sociale di molte fra quelle che costituiscono il contesto societario italiano, ossia proprio le società a conduzione familiare, dove il controllo è affidato al gruppo familiare che ha fondato la società e l'esigenza di cristallizzare questa posizione di comando non consentiva l'apertura a forme di etero-finanziamento, necessarie per la crescita della potenza economica della società.

⁸⁰ Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: prime considerazioni*, in *Società e contratti. Bilancio e revisione*, 2014 p.15

La letteratura europea ha riconosciuto al voto plurimo le caratteristiche proprio dei *Control-Enhancing Mechanisms* (CEMs), ossia strumenti che sono impiegati per pervenire ad una separazione fra proprietà finanziaria e controllo consentendo al socio di controllare l'impresa pur detenendo una percentuale di capitale minoritaria⁸¹: si parla di “*power without property*”⁸².

Focalizzandosi, dall'altro lato, sulla maggiorazione del voto è considerevole la diversa disciplina che il legislatore ha previsto per le società il cui capitale è frammentato in azioni ammesse alla quotazione nel mercato regolamentato. Una diversa scelta che è stata presa dal legislatore proprio in considerazione della diversità d'obiettivi cui lo stesso mirava. Innanzitutto quando si parla di maggiorazione del voto si fa riferimento alle azioni a voto maggiorato previste dal citato art.127 quinquies del Tuf. Si tratta di titoli che “non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile”. Anche in questo caso il diritto di voto risulta potenziato, ma la maggiore forza di voto che corrisponde alla singola azione è, stavolta, connessa al possesso

⁸¹ Montalenti P., “*I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e simmetria del mercato*”, in Riv. soc., 2008, fasc. II-III, p. 326

⁸² Berle A.A., “*Power Without Property: A New Development in American Political Economy*”, Harcourt, 1959

delle azioni in capo ad un soggetto per un determinato periodo di tempo continuativo. Questa condizione cui è ontologicamente subordinata la “loyalty share” spiega il perché al momento del trasferimento dell’azione si perde il beneficio. La differenza di trattamento risiede proprio nel divieto per le società quotate di emettere azioni a voto plurimo. La ratio del divieto è stata brillantemente sviscerata dalla dottrina⁸³, la quale ha sostenuto l’importanza della previsione contenuta all’art. 127 sexies del Tuf al fine di evitare dei fenomeni di concentrazione e cristallizzazione del potere di controllo sulla società nelle mani della minoranza azionaria – principalmente in società aventi una ampia base azionaria - che potrebbero determinare effetti discorsivi del mercato in considerazione del fatto che, di solito, coloro che detengono ridotte parti del capitale sociale non sono in grado di provvedere alla gestione sociale, e, quindi, una eccessiva limitazione della contendibilità della società. Si ritiene, infatti, che maggiore sia la contendibilità della società ⁸⁴, maggiore sia l’efficienza della gestione, poiché nel caso in cui il management non rispetti le

⁸³ Vedi Bione M., *Il voto multiplo, digressioni sul tema*, in giurisprudenza commerciale, vol. I, 2015 e Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in Società e contratti. Bilancio e Revisione, 2014

⁸⁴ Una società si dice contendibile nel momento in cui è possibile acquistare sul mercato una parte del capitale che ne garantisca il controllo

aspettative, è più elevata la probabilità che cambino i gruppi di comando, cioè che vi siano delle modifiche in merito alla gestione sociale. Proprio per questo motivo il legislatore ha previsto l'impossibilità di trasferire il beneficio del voto maggiorato. Sembra però contraddittorio il disposto dell'art. 127 sexies, comma secondo, il quale prevede che "le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti".

Attraverso l'introduzione del voto maggiorato assistiamo ad una novità assoluta in tema di disciplina socio-finanziaria, nonostante si tratti di un istituto ben noto in diversi Paesi, fra cui, in primo luogo, la Francia⁸⁵. Rispetto al voto plurimo, infatti, - già conosciuto dalla tradizione societaria italiana, poiché il codice di commercio del 1882 non ne vietava l'emissione e dopo la prima guerra mondiale diverse società italiane fecero ricorso a questo strumento⁸⁶ - si tratta proprio di uno strumento che premia la fedeltà degli azionisti che abbiano detenuto la propria partecipazione per un periodo non inferiore a 24 mesi. Anche in relazione alla disciplina del voto

⁸⁵ Cfr. Spolidoro M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII Convegno di studio, Unione Europea : concorrenza fra imprese e concorrenza fra Stati, Courmayeur, 2014

⁸⁶ Angelici C., *Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza commerciale*, vol. II, 2015

maggiorato il legislatore ha garantito ampia autonomia statutaria: sarà lo statuto a definire il “vesting period”, cioè il periodo continuativo in merito al possesso delle azioni necessario alla fruizione del beneficio nel rispetto, però, del limite legale di almeno ventiquattro mesi ; “le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco”, sempre in considerazione del fatto che “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” (art.127 quinquies, comma secondo, Tuf).

Sicuramente le azioni a voto maggiorato hanno creato diverse perplessità in dottrina in merito ad un possibile utilizzo distorto di tale strumento laddove fosse utilizzato esclusivamente per un rafforzamento di posizioni societarie di controllo già in essere. A riguardo bisogna focalizzarsi su due fattori essenziali, vale a dire la struttura delle “loyalty shares” e la ratio della riforma. Sotto il

primo profilo, come già esaminato, le azioni a voto maggiorato si diversificano dalle azioni a voto plurimo poiché non costituiscono una categoria speciale di azioni: il privilegio del voto maggiorato è connesso ad un requisito strettamente personale del socio, ossia la sua fedeltà alla società, non alla detenzione di una particolare categoria di azioni. Non si tratta di uno strumento che potrebbe favorire “scalate” di soggetti che detengono una ridotta percentuale del capitale. Inoltre, gli effetti dell’introduzione del voto maggiorato sugli assetti di controllo cambia a seconda di come la disciplina statutaria va a modulare questo strumento: si potrebbe attribuire per le delibere aventi ad oggetto la nomina degli organi sociali, in cui gli investitori istituzionali, solitamente, non esercitano il voto di lista o comunque non lo utilizzano per candidare i propri componenti, ed escludere per le materia di competenza dell’assemblea straordinaria.

Sotto il secondo profilo, invece, occorre ricordare come la volontà del legislatore è quella di internazionalizzare la disciplina societaria al fine di una espansione delle società italiane e di raggiungere un più elevato grado di efficienza nella gestione tale da rendere più competitivo il panorama finanziario italiano in Europa e nel mondo.

Obiettivi che si ritiene possano essere raggiunti tramite la previsione di questo istituto che è strumentale ad incentivare le società italiane alla quotazione in borsa attraverso la fidelizzazione dell'azionariato che permette al nucleo "familiare" di mantenere la propria influenza e consente finanziamenti a lungo termine e la stabilizzazione degli orientamenti gestionali⁸⁷.

Tenuto aprioristicamente conto di questi punti essenziali è da ritenersi come la ratio della riforma è quella di ottenere una crescita del sistema economico italiano fondamentalmente costituito da piccole e medie imprese spesso in mano a famiglie intere fondatrici spaventate dall'idea di perdere quanto costruito faticosamente negli anni per accrescere la potenza economica della propria società aprendosi a finanziamenti esterni, spesso provenienti dall'estero, dove i capitali a disposizione sono più ingenti. Questo spiega anche la struttura del voto maggiorato che può essere diversamente declinato a seconda delle esigenze societarie. Ciononostante, i dubbi espressi da parte della dottrina si spiegano in relazione al fatto che spesso le famiglie che detengono saldamente il controllo delle società possano riuscire a diluire la propria partecipazione

⁸⁷ Cfr Micossi S., in Rivista del notariato, n. LXIX, 2015, cfr. pp 433-439

azionaria cedendo dei pacchetti azionari, senza, però perdere la propria posizione di influenza creando un effetto di stabilizzazione *ad infinitum* degli assetti di controllo impiegando, però, la metà dello sforzo economico finanziario e rompendo quella corrispondenza fra potere e rischio, come sottolineato da Assogestioni in merito alle vicende economiche dei primi giorni del 2015 che vedevano l'introduzione del voto maggiorato per la prima volta in alcune società italiane, ossia la Campari, l'Amplifo e l'Astaldi⁸⁸. L'intento ufficioso dietro questa decisione è quello di frenare la speculazione garantendo il *long-term commitment*). Uno strumento che, dunque, apre allo sviluppo finanziario da un lato, ma dall'altro versante apre alla cristallizzazione del potere economico in mano a pochi. Dall'oligarchia azionaria delle prime forme di società per azioni all'oligarchia economica del ventesimo secolo.

⁸⁸ La Campari, l'Amplifon e l'Astaldi sono società nelle mani delle famiglie che le controllano: Amplifon fa capo a Anna Maria Formiggini che detiene il 54,84% del capitale. Campari è della famiglia Garavoglia che ha il 51%, mentre la famiglia Astaldi è proprietaria del 52,5% del gruppo Astaldi.

Azioni a voto plurimo: profilo ontologico e questioni applicative***2.1 Inquadramento delle azioni a voto plurimo***

La legge n.116/2014 di conversione del decreto legge n.91/2014 introduce definitivamente il voto plurimo nell'ordinamento giuridico italiano attraverso la modifica del quarto comma dell'articolo 2351 c.c. .Orbene, con la novella del 2014 muta sostanzialmente il quadro normativo con radicali differenze fra la disciplina prevista per le società chiuse ed aperte, ma non quotate, e le società quotate. Difatti, il legislatore ha attribuito la facoltà di emettere azioni a voto plurimo alle sole società chiuse o facenti ricorso al mercato del capitale di rischio, ma non quotate, salva la possibilità di una successiva quotazione della società che le ha già emesse. Parimenti, ha riconosciuto la facoltà di emettere azioni a voto maggiorato alle società quotate introducendo nel III Titolo del Tuf, dedicato alla regolazione delle emittenti, un nuovo articolo, il 127 sexies .

Ed, infine, è stato modificato anche l'articolo 212 delle disposizioni per l'attuazione del codice civile, il quale stabilisce maggioranze rafforzate per le delibere societarie volte a creare categorie di azioni a voto plurimo nelle società iscritte nel Registro delle imprese prima del 31 agosto 2014.⁸⁹

Il disposto normativo dell'attuale quarto comma dell'articolo 2351 statuisce 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 ad un massimo di tre voti”.

Indubbiamente, le azioni a voto plurimo, sotto il profilo ontologico, costituiscono una nuova categoria di azioni conformemente a quanto previsto dall'articolo 2348 c.c. concernente la possibilità di creare, con lo statuto o successive modificazioni di questo, “categorie di azioni fornite di diritti diversi”, con la precisazione, al terzo comma, secondo la quale tutte le azioni appartenenti alla medesima categoria conferiscono eguali diritti. Ora, dire che lo

⁸⁹ Busani A., Saggiocca 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 *Opinioni Diritto societario*, 2014, pp. 1048-1053.

statuto possa prevedere che determinate categorie di azioni forniscano diritti diversi, e cioè che conferiscano particolari privilegi o impongano talune limitazioni, significa che l'esercizio del voto plurimo permane in capo al cessionario acquirente di diritti su tali azioni a qualunque titolo, oneroso o gratuito, ed anche in capo a colui a favore del quale siano costituiti vincoli di diritto di pegno, usufrutto, sequestro.

Questo istituto è connotato da una peculiarità strutturale che comporta ineluttabili conseguenze sotto il profilo del controllo societario: viene modificato il peso di ciascuna azione con la quale è possibile attribuire al titolare fino ad un massimo di tre voti, con conseguente rafforzamento della posizione del socio detentore di azioni a voto plurimo. Un privilegio meramente amministrativo che potrà essere riconosciuto, a seconda delle disposizioni statutarie, relativamente a qualsivoglia argomento discusso in assemblea, o soltanto per specifici argomenti. Così come il privilegio potrebbe essere subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, *scilicet* dipendenti dal placet di un determinato soggetto, come l'organo amministrativo. Se ne deduce una particolare propensione ontologica dell'istituto alla

modulazione attraverso un'ampia autonomia statutaria, che potrebbe addirittura consentire la combinazione del voto plurimo con altri diritti speciali.⁹⁰

Fondamentale la precisazione secondo cui il voto plurimo potrebbe riguardare la totalità delle azioni emesse dalla società ovvero parte di esse, costituendo quindi una categoria di azioni fornite di diversi diritti rispetto a quelli delle restanti azioni che compongono il capitale sociale. Attribuire il voto plurimo soltanto ad una parte delle azioni emesse, che quindi costituirebbe in tal senso una categoria diversa dalle altre, implica alcune conseguenze. Anzitutto, una categoria di azioni indica un complesso di azioni omogenee e fungibili fra esse con caratteristiche diverse rispetto alle azioni ordinarie⁹¹. Ma, soprattutto, la categoria di azioni implica che vi sia un gruppo organizzato di possessori di tali azioni, la cui tutela passa ovviamente attraverso il metodo assembleare. A tal proposito l'articolo 2376 c.c. prevede la partecipazione di tali soggetti ad assemblee speciali, cui si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie. E sempre l'articolo 2376 c.c. prevede che

⁹⁰ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, fasc.II, 2015, p. 266

⁹¹ Bione M., *Le azioni*, in *Trattato Colombo Portale delle società per azioni*, vol. II, torino, 1991, p.45

le deliberazioni dell'assemblea generale dei soci che possano pregiudicare i diritti di una categoria speciale di azioni, devono essere approvate anche da suddette assemblee speciali. L'esempio più importante riguarda il caso di una delibera dell'assemblea generale di conversione delle azioni a voto plurimo in azioni ordinarie.⁹² Dall'altro lato, la possibilità di emettere esclusivamente azioni a voto plurimo appare confermata dallo stesso dato normativo: il legislatore, nella previsione delle azioni senza voto o con voto limitato, ha statuito la necessità che il valore complessivo di tali azioni non possa superare la metà del capitale sociale. Una disposizione assente per quel che riguarda le azioni a voto plurimo. In secondo luogo, la riforma del 2003 ha definitivamente sancito l'atipicità della partecipazione azionaria, con la conseguenza che è possibile emettere la totalità di partecipazioni azionarie difformi rispetto a quelle tipizzate dal legislatore. E sotto il profilo pratico, la globale emissione di azioni a voto plurimo potrebbe comunque soddisfare i diversi interessi della totalità dei soci, attraverso la modulazione delle stesse.⁹³

⁹² Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 5-12

⁹³ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 14-16

Le varie indicazioni di disciplina vanno necessariamente ad incidere su quello che è il rapporto basilare nelle dinamiche societarie, ossia quello intercorrente fra potere e rischio, laddove l'espressione potere è intesa *stricto sensu* come facoltà di incidere sulla gestione sociale attraverso la nomina degli amministratori. Ove mai il voto potenziato sia circoscritto a deliberazioni su “particolari argomenti”, fra i quali sia esclusa la nomina degli amministratori, resta intatta la diretta proporzionalità fra rischio e potere. Ovviamente, quanto l'emissione di azioni a voto plurimo possa incidere sulla corrispondenza fra potere e rischio dipende prettamente dal numero di voti complessivamente conferito a tali azioni rispetto all'entità capitale sociale. Sotto il profilo del governo societario possono profilarsi diverse situazioni: se il capitale fosse costituito per il 50 % da azioni ordinarie e per la restante parte da azioni che conferiscono due voti, il controllo societario potrebbe essere conseguito con la titolarità di un pacchetto azionario di poco superiore al 25 % del capitale sociale, ove costituito da azioni a voto plurimo, mentre la soglia per il governo societario scenderebbe ancora nel momento in cui la restante parte del capitale fosse

costituita da azioni fornite di 3 voti (basterebbe la detenzione di una partecipazione del 16,6 % costituita da azioni a voto triplo).

La divaricazione fra potere e rischio aumenta nel caso in cui in una società coesistano azioni a voto plurimo e azioni senza voto o a voto comunque compresso. La quota la cui titolarità consente il pieno controllo della società si riduce progressivamente in ragione della misura percentuale del capitale rappresentata da azioni mutilate nel diritto di voto.⁹⁴

2.2 Varianti tipologiche

Una volta rimosso il divieto di emettere azioni a voto plurimo e sancito il principio di atipicità delle categorie speciali di azioni attraverso il riconoscimento della facoltà di emettere azioni fornite di diritti diversi e di determinarne, nei limiti di legge, il contenuto, la declinazione della partecipazione azionaria trova massima espressione e vengono contemperati i diversi interessi che caratterizzano la società per azioni, non più strettamente legati alla dialettica maggioranza-minoranza.⁹⁵

⁹⁴ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. II, 2015, p.266

⁹⁵ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. II, 2015, p.266

Il fenomeno della modulazione della partecipazione azionaria riguarda anche e soprattutto le azioni a voto plurimo.

Anzitutto, le azioni a voto plurimo si differenziano sotto il profilo del contenuto. Il contenuto afferisce all'attribuzione di un voto ad una singola azione superiore alla unità entro il massimo di tre voti, quindi le azioni a voto plurimo possono fornire due o tre voti.

Un primo problema sollevato riguarda l'ammissibilità del voto decimale, ossia l'ammissibilità di azioni a voto plurimo che attribuiscono un diritto di voto superiore all'unità ma nella misura di decimali, come ad esempio un'azione che conferisce un numero di voti pari a 1,5. Una parte della dottrina ha propeso per la risposta negativa, facendo leva sul dato normativo secondo il quale “ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti”.⁹⁶

La dottrina prevalente, però, ritiene che la previsione normativa faccia riferimento al massimo di voti attribuibili. Mentre, il problema, al riguardo, è quello di capire se l'azione possa conferire non un diritto completo, ma una frazione di diritto. L'azione, è una

⁹⁶ Busani A., Saggiocca 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, p.1053, nota 16

unità di misura per la determinazione dei diritti spettante al titolare e ,soprattutto, non vi sono disposizioni che vietano la possibilità di attribuire frazioni di voto. Questo l'argomento alla base dell'ammissibilità dell'azione a voto plurimo decimale.⁹⁷

I problemi deriverebbero dunque non tanto da una astratta possibilità di ammissione di tale tipologia di azione, quanto più dal profilo operativo, in quanto il singolo azionista dovrebbe cumulare più azioni a voto decimale di modo da raggiungere l'unità di voto per poterlo esercitare.

In secondo luogo, le azioni a voto plurimo possono, come previsto dal quarto comma dell'articolo 2351 c.c., essere modulate dall'autonomia statutaria proprio in relazione all'esercizio del voto. Possono infatti configurarsi azioni con voto plurimo esercitabile per ogni argomento discusso in assemblea, o limitato a certi argomenti o subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative⁹⁸.

Quando si parla di voto plurimo limitato a particolari argomenti , si può intendere la limitazione relativa alla tipologia di assemblea o ad

⁹⁷ Massella Ducci Teri B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in Riv. Dir. Comm., 2014, II, p.469, nota 9.

⁹⁸ Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli editore, 2016, pp. 338 e ss.

una determinata materia. E quindi si può avere un voto plurimo esercitabile esclusivamente in assemblea ordinaria o in assemblea straordinaria, o in relazione a particolari argomenti all'ordine del giorno, come la nomina degli amministratori o l'approvazione del bilancio, oppure a tutti gli argomenti ad esclusione di alcuni soltanto.

Sono addirittura configurabili le azioni a voto plurimo differenziato o con coefficiente variabile, cioè azioni caratterizzate da un voto plurimo differenziato a seconda dell'argomento o dell'assemblea (ad esempio, voto doppio sulla nomina degli amministratori, voto triplo sulle operazioni straordinarie e voto doppio nelle assemblee ordinarie, voto triplo per le assemblee straordinarie).⁹⁹

Le azioni a voto plurimo condizionato, invece, sono caratterizzate dalla subordinazione dell'esercizio del voto plurimo ad una condizione: tale per cui al verificarsi di un evento dedotto sub condizione su previsione statutaria si determina l'attribuzione o il venir meno di un voto plurimo. Condizione che può consistere in un atto o fatto futuro ed incerto, interno od esterno alla società e deve essere specificatamente prestabilita nello statuto. Il legislatore, però,

⁹⁹ Divizia P., Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate, 2015

ha previsto in tema di voto plurimo condizionato, un limite, ossia il divieto di prevedere una condizione meramente potestativa. La condizione meramente potestativa è, in materia contrattuale, quella che dipende dalla mera manifestazione di volontà di una delle parti.

100

Orbene, il voto plurimo condizionato si distingue in differenti varianti tipologiche che possono essere personalizzate: possono infatti configurarsi un voto plurimo subordinato al verificarsi di condizioni oggettive riferite all'attività sociale(come ad esempio la mancata distribuzione del dividendo per un biennio, decorso il quale chi non ha percepito il dividendo acquista maggior peso decisionale in assemblea, o il verificarsi di perdite) oppure riferite ad elementi esterni rispetto alla società;

Ed un voto plurimo subordinato al verificarsi di condizioni soggettive dell'azionista. A tal proposito un esempio pratico deriverebbe dalle c.d. azioni a voto plurimo fidelizzanti espresse da un recente orientamento notarile il quale statuisce che “è legittima la clausola dello statuto di una società per azioni non quotata che riconosca ad una categoria di azioni il diritto di voto plurimo,

¹⁰⁰ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015

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”.¹⁰¹

La condizione che eleva il coefficiente di voto può essere sospensiva (la c.d. *sunrise clause*), tale per cui l’attribuzione del voto plurimo è sospesa fino al verificarsi della condizione oppure risolutiva (la c.d. *sunset clause*) in base alla quale la maggiorazione del coefficiente dovrebbe operare fino a che non si verifichi l’evento dedotto a condizione.¹⁰² A tal proposito si è posto un problema di ammissibilità all’interno della dottrina. Ci si è chiesto, cioè, se fosse ammissibile la previsione di un’azione a voto plurimo subordinata ad una condizione risolutiva, tale per cui al verificarsi della condizione il voto plurimo, attribuito *ab origine* all’azione, venga meno e si determini la automatica conversione in azione ordinaria. L’argomento posto dalla dottrina a fondamento della risposta affermativa consiste in ciò, che in tema di limitazione del voto, sarebbe possibile prevedere categorie di azioni a voto

¹⁰¹ Cit. Massima n.48 degli orientamenti in tema di azioni a voto plurimo del Consiglio notarile di Firenze, Pistoia, Prato

¹⁰² Divizia p., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015

pieno risolutivamente condizionato al verificarsi di una certa condizione¹⁰³ e si estende tale soluzione alle azioni a voto plurimo.

Ovviamente, parlando di voto plurimo condizionato si fa riferimento al verificarsi della condizione. Sorge, allora, una questione su quale sia l'organo competente a controllare l'avverarsi della condizione. La dottrina si è occupata di questo problema circa le azioni a voto limitato e sono emersi due contrapposti orientamenti: il primo ritiene che la competenza spetti al presidente dell'assemblea¹⁰⁴ ex articolo 2371 c.c., il quale dovrebbe, in base a modalità prestabilite dallo statuto, accertare il verificarsi dell'evento dedotto a condizione durante il controllo sulla legittimazione al voto; il secondo ritiene che sia competente l'organo amministrativo nel momento antecedente lo svolgimento dell'assemblea.¹⁰⁵

Una parte della dottrina ha, poi, ritenuto configurabile il voto plurimo sottoposto a termine iniziale (la maggioranza del coefficiente sorge a partire da una data certa e futura) o finale (la maggioranza del coefficiente di voto viene meno a partire da una

¹⁰³ Abriani N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Trattato di diritto commerciale, Cottino (a cura di), Padova, 2010, pp.295-297

¹⁰⁴ Divizia p., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015

¹⁰⁵ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 19-21

data certa e futura) sulla base dell'atipicità della partecipazione azionaria.¹⁰⁶

Infine, in base al principio della atipicità delle categorie azionarie speciali e conformemente ad una conseguente ampia autonomia statutaria, è possibile la combinazione del voto plurimo con diversi diritti speciali, sia amministrativi, sia patrimoniali. Pertanto, potrebbe ad esempio configurarsi una categoria azionaria caratterizzata dal voto plurimo e da una partecipazione più che proporzionale alla ripartizione degli utili o una categoria azionaria caratterizzata dal voto plurimo e da diritti patrimoniali minori rispetto alle azioni ordinarie.

Possibile quindi affermare quanto l'attuale quadro normativo si distacchi da quello originario attraverso proprio il riconoscimento della massima espressione dell'autonomia statutaria in merito alla determinazione del contenuto delle diverse categorie azionarie speciali, in particolar modo per quanto concerne il diritto di voto: difatti, se prima il diritto di voto poteva essere limitato, ma non

¹⁰⁶ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.21

escluso o rafforzato, oggi l'unico limite concretamente presente è il numero massimo di voti.¹⁰⁷

2.3 Le fasi societarie dell'introduzione delle azioni a voto plurimo e conseguenze applicative

L'eliminazione del divieto di emettere azioni a voto plurimo consente alle società per azioni chiuse ed alle società per azioni aperte, ma non quotate, la facoltà di introdurre delle clausole statutarie che consentano l'emissione di azioni a voto plurimo, descrivendone le caratteristiche.

L'introduzione delle azioni a voto plurimo attraverso apposita previsione statutaria può, però, avvenire in diverse fasi societarie con conseguenti scenari applicativi. Sono due i momenti societari in cui possono essere introdotte le azioni a voto plurimo: una c.d. fase statica, ossia la fase costitutiva e una c.d. fase dinamica, ossia la fase di vita della società.¹⁰⁸ Le azioni a voto plurimo vengono introdotte durante la fase costitutiva della società quando vengono create, emesse ed assegnate in base ad una apposita clausola statutaria inserita al momento della costituzione della società.

¹⁰⁷ Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza commerciale*, fasc. II, 2015, p.266

¹⁰⁸ Divizia P., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015

Vengono, invece, introdotte durante la fase dinamica quando sono create, emesse ed assegnate durante la fase di vita della società in base ad una apposita clausola che viene inserita attraverso modifica statutaria.

Sono diversi i corollari applicativi a seconda della fase di introduzione. Se la clausola statutaria fosse prevista all'interno dello statuto al momento costitutivo e prevedesse l'emissione delle azioni in tale momento non vi sarebbero rilevanti criticità, in quanto la fase costitutiva è un momento prettamente negoziale in cui sia la misura dell'emissione, sia i criteri di assegnazione passano attraverso il consenso negoziale di tutti i soci costituenti¹⁰⁹, quindi gli azionisti riconoscerebbero *ab origine* una posizione differenziata in capo ad alcuni di essi, una posizione nella quale non vi è proporzionalità fra rischio e potere.¹¹⁰ Non comporta, allo stesso modo, problemi rilevanti la clausola statutaria inserita nello statuto durante la fase costitutiva che rimandi ad un momento successivo alla nascita della società l'aumento di capitale mediante emissione di azioni a voto plurimo, purché tale previsione statutaria sia

¹⁰⁹ Divizia P., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015

¹¹⁰ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p.936

specifica di modo da definire con esattezza i limiti entro i quali possono essere emesse azioni a voto plurimo, il numero di voti di cui le stesse sono forniti, modalità e criteri di determinazione del prezzo di emissione, regole di circolazione, ecc...¹¹¹

In questa ipotesi il consenso negoziale esclude che possa essere riconosciuto un diritto di recesso ai soci dissenzienti, astenuti, assenti sia in caso di deliberazione di aumento di capitale mediante emissione di azioni a voto plurimo presa dall'assemblea straordinaria, sia in caso di aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo delegato all'organo amministrativo (in caso di delega, a norma dell'articolo 2443 c.c. è, però, necessario che lo statuto deve prevedere il numero di volte per cui il capitale può essere aumentato, l'ammontare dell'aumento previsto, il periodo in cui viene attribuita all'organo amministrativo tale facoltà, che non potrà essere superiore a cinque anni dall'iscrizione nel registro delle imprese) , poiché tali soci erano a conoscenza dell'evento sin da quando hanno assunto la qualità di socio.¹¹²

¹¹¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, p.54

¹¹² Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p.936

Molto più complessa risulta essere l'introduzione delle azioni a voto plurimo nella fase dinamica attraverso l'introduzione della clausola che ne consente l'emissione durante la vita della società tramite modifica statutaria, tranne nel caso di consenso unanime.¹¹³

In questa ipotesi entrano in gioco una serie di limiti derivanti dalla presenza di azionisti e categorie di azioni in circolazione cui sono indubbiamente connesse aspettative e posizioni giuridiche già formate.¹¹⁴

Anzitutto è prevista una disciplina transitoria che stabilisce delle maggioranze rafforzate per l'adozione della deliberazione di modifica dello statuto concernente la creazione di azioni a voto plurimo da parte dell'assemblea straordinaria per le società già iscritte nel registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014. In tal senso l'articolo 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile introdotto dal Decreto Competitività prevede che tali deliberazioni dovranno essere adottate – in deroga ai quorum tipici delle assemblee straordinarie finalizzate alla modifica degli atti

¹¹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, p.54

¹¹⁴ Divizia P., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015

costitutivi di cui al secondo e terzo comma dell'articolo 2368 c.c. - ,
anche in prima convocazione, con voto favorevole di almeno due
terzi del capitale rappresentato in assemblea.¹¹⁵

Al riguardo vi sono due aspetti da considerare. In primo luogo
appare evidente come la norma non comporti sostanziali novità per
le società aperte, laddove era già previsto per le assemblee
straordinarie, in prima convocazione, un quorum costitutivo della
metà del capitale sociale e un quorum deliberativo di due terzi del
capitale rappresentato regolarmente in assemblea. L'innovazione
riguarda le società chiuse per cui il regime ordinario prevede, in
prima convocazione, un quorum deliberativo di più della metà del
capitale sociale, mentre l'articolo 212 delle disposizioni di
attuazione del codice civile prevede un quorum deliberativo di
almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea. Il fine
della regola speciale sarebbe quello di rafforzare la tutela dei soci
rispetto al regime ordinario¹¹⁶ in quanto l'assemblea dovrà,
appunto, deliberare, in prima convocazione, col voto favorevole di
almeno i due terzi del capitale sociale presente in assemblea che

¹¹⁵ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p.936

¹¹⁶ Abbadessa P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in *Impresa e mercato*, Studi dedicati a M. Libertini, Milano, 2015, cit. p. 6

complessivamente rappresenti anche più della metà del capitale sociale.¹¹⁷

Invece, per le società iscritte nel Registro delle imprese dopo il 31 agosto del 2014 vale proprio il regime ordinario.

Ove mai lo statuto, poi, dovesse prevedere della maggioranze più elevate, queste dovranno comunque essere rispettate.

Inoltre, nel caso di emissione di azioni a voto plurimo nella fase dinamica, a seguito di introduzione della relativa clausola statutaria attraverso modifica dell'atto costitutivo, sorge un altro problema molto discusso in dottrina, ossia la sussistenza di un diritto di recesso nei confronti dei soci che non hanno concorso alla relativa deliberazione di modifica dello statuto. Difatti se anche le modifiche statutarie sono governate dal principio maggioritario tale per cui l'interesse della maggioranza prevale su quello degli altri soci, in presenza di modifiche di particolare gravità, come quelle riguardanti il diritto di voto, il legislatore ha tutelato la minoranza con il riconoscimento del diritto di recesso all'articolo 2437 c.c.¹¹⁸

¹¹⁷ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.23

¹¹⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, p.54

A norma dell'articolo 2437 c.c., prima comma, lett. g), c.c. i soci che non hanno concorso – ossia assenti, astenuti, dissenzienti - alle delibere di modifica dello statuto riguardanti i diritti di voto hanno un diritto di recesso dalla società per tutte o parte delle loro azioni. Si tratta di una causa di recesso inderogabile, cioè che non può essere soppressa dallo statuto. Abbiamo, infatti, dopo la riforma del 2003, cause di recesso previste dal codice civile che si distinguono in derogabili ed inderogabili e cause di recesso statutarie, ossia atti o fatti previsti dall'autonomia statutaria.

Orbene, per capire se l'adozione di tale deliberazione comporti il riconoscimento del diritto di recesso in capo ai soci che non hanno concorso alla deliberazione bisogna stabilire se le delibere che introducono le azioni a voto plurimo rientrano nella lettera g) dell'articolo 2437 c.c.

Tema al centro di un dibattito fra autorevole dottrina. Vi sono due posizioni diametralmente contrapposte. Una parte consistente della dottrina sostiene che questa tipologia di deliberazione incida sul diritto di voto comportando una rilevante alterazione delle regole organizzative sul voto e, per questo, il diritto di recesso spetta ai soci. Il problema in questo caso consiste nel momento di

maturazione del diritto di recesso. Alcuni hanno ritenuto che il diritto di recesso sorga nel momento in cui avviene la modificazione dello statuto e , quindi, se lo statuto viene modificato prima della delibera di aumento del capitale sociale, già da questo momento sussiste il diritto di recesso¹¹⁹.

Secondo altri, invece, il diritto di recesso sorge esclusivamente con la concreta emissione delle azioni a voto multiplo.

Altra parte della dottrina, invece, propende per una diversa soluzione. Opera, cioè, una interpretazione restrittiva della nozione di “modificazione dello statuto concernente i diritti di voto” di cui all’articolo 2437 c.c., secondo cui tale formula normativa farebbe riferimento soltanto alle deliberazioni che direttamente incidono sui diritti di voto dei soci modificandoli (ad esempio introduzione di limiti quantitativi all’esercizio del diritto di voto o delibere di conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto limitato).

Mentre l’interpretazione estensiva della norma - per cui propende l’altro filone dottrinale - è quella per cui sono comprese anche le modifiche che incidono indirettamente sul diritto di voto (ad

¹¹⁹ Saggiocca M., *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, pp.937-938

esempio deliberare che introducono speciali categorie di azioni che legittimerebbero i possessori di altre azioni al recesso, poiché vedrebbero il loro potere di voto diminuito).

Una recente giurisprudenza si è posta in continuità con questo orientamento dottrinale ritenendo che “Rientrerebbero in tali fattispecie, ad esempio, le deliberazioni aventi ad oggetto l’introduzione di limiti quantitativi all’esercizio del diritto di voto o del voto a scalare. In altre parole sarebbero suscettibili di legittimare l’esercizio del recesso solo le modifiche che incidono pariteticamente, sia sul piano qualitativo sia sul piano quantitativo, sul diritto di voto di ciascun socio”¹²⁰.

Infine, l’ultima considerazione da fare in tema di introduzione delle azioni a voto multiplo è quella relativa all’ipotesi per cui la società emetta delle categorie speciali di azioni a voto multiplo attraverso un aumento del capitale sociale. In tal caso le azioni di nuova emissione dovranno essere offerte in opzione agli azionisti, ai sensi dell’articolo 2441 c.c., “in proporzione al numero delle azioni possedute”. Il fine della disposizione di cui al 2441 c.c. è quello di non alterare le posizioni dei soci all’interno della società. È

¹²⁰ Tratto da Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 27-28

possibile, pertanto, ritenere che in quelle società ad azionariato ristretto vi sia scarso interesse a deliberare aumenti di capitale utilizzando le azioni a voto multiplo, poiché ovviamente se tutti i soci sottoscrivessero le azioni di propria competenza, non muterebbero le quote dei diritti di voto.

Alla base delle considerazioni svolte può affermarsi che, sul piano concreto, l'introduzione delle azioni a voto plurimo dovrebbe riguardare prevalentemente la fase costitutiva; nelle società già in essere si può ipotizzare che l'introduzione di tale categoria di azioni dovrebbe interessare prevalentemente quelle società con un unico socio o con una base azionaria ristretta, soprattutto di tipo familiare, dove è più facile raggiungere i quorum deliberativi per le modifiche statutarie ed il recesso avrebbe un impatto finanziario nullo o non comunque non rilevante¹²¹.

2.4 Modalità di introduzione delle azioni a voto plurimo

Il procedimento di emissione delle azioni a voto plurimo è costituito da due operazioni distinte fra esse: la prima consiste, appunto, nella introduzione della clausola statutaria che prevede le azioni a voto

¹²¹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, p

plurimo e ne predetermina le caratteristiche. La seconda consiste nel meccanismo giuridico che porta concretamente all'emissione delle azioni a voto plurimo.

Operazioni che potranno realizzarsi congiuntamente o in diversi momenti: ad esempio si pensi ad una delibera dell'assemblea straordinaria che introduce le azioni a voto plurimo attraverso la conversione di azioni ordinarie precedentemente emesse; oppure all'ipotesi per cui venga dapprima deliberata una modifica dello statuto con introduzione nello stesso della clausola concernente le azioni a voto plurimo e, in un secondo momento, venga adottata la delibera di aumento del capitale sociale con emissione di tali azioni.

Esaminata la prima operazione di cui si compone il procedimento di emissione, occorre spostare l'attenzione sui due meccanismi giuridici attraverso cui passa concretamente l'emissione: la conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo e l'aumento di capitale con emissione (anche) di azioni a voto plurimo¹²².

¹²² Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 21-24

Nel momento in cui si analizzano i meccanismi di emissione si deve anzitutto porre attenzione al principio di parità di trattamento degli azionisti (un principio enunciato sia in tema di società quotate all'articolo 92 del Tuf, secondo il quale gli emittenti quotati assicurano lo stesso trattamento a tutti i titolari di strumenti finanziari quotati che si trovano nelle medesime condizioni, sia fra i vari principi della II direttiva societaria, all'articolo 46 della direttiva 2012/30/UE , sul coordinamento delle garanzie per la tutela degli interessi dei soci e dei terzi relativamente alla costituzione della società e alla salvaguardia del capitale sociale, secondo il quale gli Stati membri dovranno applicare la direttiva in modo da andare a salvaguardare la parità di trattamento degli azionisti che vertono nelle stesse condizioni¹²³).

Sicuramente non vi sono rilevanti criticità nel momento in cui viene deliberata la modifica dello statuto concernente la conversione della totalità delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo.

Parimenti non risulta problematica la conversione di parte delle azioni ordinarie quando deliberata attraverso voto unanime di tutti i soci.

¹²³ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 24, Nota 47

Più complessa è, invece, la conversione di una parte delle azioni ordinarie deliberata a maggioranza. La dottrina ritiene semplicemente che in virtù del principio di parità di trattamento non sarebbe possibile convertire in azioni a voto plurimo determinate categorie di azioni o operare conversione solo a favore di alcuni soci¹²⁴. Quindi in conformità a questi orientamenti si dovrebbe escludere la legittimità della conversione di parte delle azioni se deliberata dalla maggioranza dei soci.

L'altro meccanismo giuridico consiste nella deliberazione di un aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo.

L'aumento, così come la diminuzione del capitale sociale, consistono in modificazioni dello statuto relative al capitale sociale.

L'aumento può essere reale, o a pagamento, e nominale, o gratuito.

Nel primo caso si ha aumento del capitale sociale e del patrimonio sociale per effetto di nuovi conferimenti. Nel secondo caso si ha un incremento esclusivamente del capitale sociale, mentre il patrimonio resta invariato. Dunque, con un aumento reale la società intende procurarsi nuovi mezzi finanziari a titolo di capitale di rischio, cioè nuovi conferimenti. Infatti l'aumento reale comporta

¹²⁴ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 24

l'emissione di nuove azioni a pagamento, le quali vengono sottoscritte dai soci attuali, cui è attribuito il diritto di opzione di cui all'articolo 2441 c.c., oppure da terzi che divengono soci. Importante dire che al fine di evitare la formazione di un capitale costituito per la maggior parte da crediti verso i soci, il quale potrebbe essere di difficile realizzazione, non è consentito eseguire un aumento del capitale fino a che le azioni che siano state emesse in precedenza non siano liberate interamente. Ciononostante, in base alla vigente disciplina non v'è nullità della delibera di aumento, poiché restano comunque salvi gli obblighi che vengono assunti con la sottoscrizione delle azioni e gli amministratori sono responsabili in solido per danni arrecati a soci e terzi. L'opinione prevalente in dottrina, un orientamento quasi pacifico, ritiene, inoltre, che in presenza di perdite che rendono obbligatoria la riduzione del capitale, la società non possa deliberare aumento del capitale senza aver dapprima ridotto il capitale in maniera corrispondente alle perdite. La *ratio* sottesa è quella di evitare che venga elusa la disciplina della obbligatoria riduzione del capitale¹²⁵. Dall'altra parte, invece, l'aumento nominale di cui all'articolo 2442 c.c., è un'operazione che non dà luogo a nuovi conferimenti e

¹²⁵ Campobasso G.F., *Diritto commerciale*, vol.II, p.514

quindi ad un aumento del patrimonio. Viene posto in essere attraverso l'imputazione a capitale delle riserve e "degli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili", ossia riserve facoltative, riserve statutarie non aventi specifica destinazione, riserve da sovrapprezzo di azioni, fondi speciali disponibili costituiti con utili o corrispondenti a plusvalenze dell'attivo patrimoniale, quali i fondi per saldi attivi di rivalutazione monetaria risultanti dall'applicazione di leggi speciali. Il limite è costituito dalla riserva legale, in quanto essa non può essere imputata a capitale almeno per la parte che non supera il venti per cento del capitale sociale. Quindi, a differenza dell'aumento a pagamento, l'aumento nominale viene realizzato utilizzando dei valori già esistenti nel patrimonio sociale. Il passaggio a capitale di riserve e fondi disponibili comporta che la società non possa più disporre a favore dei soci. Sotto il profilo delle modalità di attuazione, l'aumento nominale avviene o attraverso l'aumento del valore nominale delle azioni in circolazione o attraverso l'emissione di nuove azioni che devono avere le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione e che verranno assegnate gratuitamente agli azionisti

proporzionalmente al numero di azioni già possedute: quindi l'aumento non altera le posizioni dei soci¹²⁶.

Nel caso di aumento gratuito, pertanto, dovendo, a norma dell'articolo 2442, secondo comma, c.c., le azioni di nuova emissione avere le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione, si deve ritenere che non sarà possibile emettere azioni a voto plurimo se non siano già presenti nel capitale (salvo il ricorso al meccanismo della conversione). Inoltre la loro emissione dovrà essere proporzionale rispetto alle azioni già presenti nel capitale.

Nel caso dell'aumento a pagamento non sussistono problematiche quando le azioni a voto plurimo di nuova emissione vengono offerte in opzione a tutti gli azionisti.

Risulta più problematica l'ipotesi di aumento di capitale reale con emissione di azioni a voto plurimo con limitazione od esclusione del diritto di opzione consentita dall'articolo 2441, quinto comma, c.c., a norma del quale la decisione circa limitazione od esclusione del diritto di opzione è presa con la deliberazione di aumento di capitale.

¹²⁶ Campobasso G.F., *Diritto commerciale*, vol.II, p.526

L'articolo 2441 c.c. prevede che il diritto di opzione può essere escluso o limitato in tre casi: a) in caso di conferimento in natura; b) quando lo esige l'interesse sociale; c) quando le azioni siano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società, di società controllanti o controllate.

Si può sostenere l'ammissibilità anche degli aumenti di capitale con emissione di azioni a voto plurimo che avvengono con esclusione o limitazione dei diritti di opzione¹²⁷ qualora siano realizzati rispettando le condizioni dettate dall'articolo 2441 c.c., ossia quando vi è una strumentalità fra l'interesse sociale perseguito e l'aumento che viene proposto.¹²⁸

Inoltre, a seguito dell'abrogazione, avvenuta con il decreto legislativo 184 del 2012, della seconda parte dell'articolo 2441, comma quinto, c.c., secondo cui la deliberazione di aumento di capitale, quando si occupa della limitazione o dell'esclusione del diritto di opzione, deve essere approvata da tanti soci che rappresentavano oltre la metà del capitale sociale, anche se presa in assemblea di convocazione successiva alla prima, una parte della

¹²⁷ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p. 939

¹²⁸ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 25

dottrina ha ritenuto che in questo caso, proprio per impedire che determinate scelte incidenti sulla posizione dei soci siano prese con un consenso non elevato, la deliberazione dell'aumento di capitale con emissione di azioni a voto plurimo che preveda la limitazione o l'esclusione del diritto di opzione debba essere adottata dall'organo assembleare con gli stessi quorum deliberativi previsti per la modifica dello statuto necessaria alla introduzione della clausola concernente la creazione di azioni a voto plurimo dall'articolo 212 delle disposizioni di attuazione del codice civile, nel caso, ovviamente, di società già iscritte al registro delle imprese alla data del 31 agosto 2014¹²⁹. Ciò ai fini di un rafforzamento della tutela dei soci rispetto al regime ordinario. Tuttavia, la disciplina codicistica non è stata in tal senso modificata, perciò una soluzione del genere non può essere condivisa, in quanto il meccanismo della limitazione ed esclusione del diritto di opzione passa per le diverse cautele normative previste dall'articolo 2441 c.c. sopra elencate, che fungono da filtri per l'ammissibilità.

Orbene, quando vengono adottati aumenti di capitale con emissione di azioni a voto plurimo prevedendo la limitazione o l'esclusione

¹²⁹ Saggiocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p. 939

del diritto di voto, è importante una corretta determinazione del prezzo di emissione. Ciò in quanto il potenziamento del voto è un elemento rilevante in sede di determinazione del prezzo dell'azione. Secondo una parte della dottrina, al proposito, si deve ritenere ammissibile la fissazione di sovrapprezzi per determinate categorie speciali di azioni avendo riguardo ai diritti incorporati. Anche la giurisprudenza si è espressa in senso favorevole¹³⁰.

Infine, vi è una ultima questione fondamentale da analizzare quando si tratta l'aumento di capitale a pagamento con emissione di azioni a voto plurimo. Cioè, cosa accade nel momento in cui la società ha precedentemente emesso diverse categorie di azioni. Nel caso dell'aumento nominale il legislatore ha risolto ogni problematica statuendo che se l'aumento gratuito viene attuato attraverso l'emissione di nuove azioni, queste avranno le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione e saranno assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione di quelle già possedute. Nel caso di aumento reale si ritiene che la società, quando vi sono una pluralità di categorie azionarie, non abbia l'obbligo di emettere azioni delle stesse categorie di quelle già in circolazione in misura

¹³⁰ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.25

proporzionale.¹³¹ Cioè la società può emettere azioni delle stesse categorie, di nuove categorie o azioni ordinarie nella misura che ritiene più opportuna. Gli azionisti potranno esercitare il loro diritto di opzione andando a sottoscrivere le nuove azioni della stessa categoria con precedenza rispetto agli altri azionisti e, in mancanza o per la differenza, potranno sottoscrivere azioni di diverse categorie che più si avvicinano a quella categoria di azioni di cui sono già titolari.

Sul piano operativo, la scelta fra i due diversi meccanismi giuridici di emissione delle azioni a voto plurimo dipende da quelli che sono gli intenti alla base della emissione. Se la società decida di incamerare capitale di rischio evitando di frazionare il potere di controllo, propenderà per la conversione delle azioni ordinarie in azioni a voto plurimo. Se invece la società vorrà accogliere nuovi soci, attirandoli con l'attribuzione di un voto plurimo, procederà all'aumento di capitale dedicato escludendo o limitando il diritto di opzione.

¹³¹ Bione M., Le azioni, in Trattato delle società per azioni Colombo Portale, vol. II, Torino, 1991, p.84

2.5 Computo dei diritti di voto nel procedimento assembleare e diritti amministrativi diversi dal voto

Fra le varie criticità connesse ad un capitale composto in parte da azioni a voto plurimo una prima questione che può essere sollevata è quella relativa alla formazione dei quorum deliberativi e costitutivi nel procedimento assembleare. Il legislatore si è espresso in materia di *loyalty shares* con la previsione – di cui all’articolo 127-*quinquies* – secondo la quale la maggiorazione del voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi, mentre nulla si dice in relazione ai quorum costitutivi e deliberativi di società che hanno emesso azioni a voto plurimo ¹³². Secondo una parte della dottrina¹³³ i quorum vanno calcolati su una misura del capitale sociale che tiene conto dei voti che possono essere espressi in coerenza non solo con i principi alla base della introduzione del voto multiplo, ma anche con i principi che regolano la determinazione dei quorum stessi: infatti ai fini del raggiungimento dei quozienti costitutivi e deliberativi gli articoli 2368 c.c. – per la prima convocazione- e 2369 c.c. – per le convocazioni successive alla prima – stabiliscono che non si tiene

¹³² Cremasco D., *Aveva ragione Enrico C.*, in *Fallimenti e Società*, 2015, pp.8-9

¹³³ Saggiocca M., *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto”: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p. 940

conto delle azioni prive del diritto di voto. Quindi, la misura di capitale sociale sul quale andare a calcolare i quozienti assembleari per la regolare costituzione e la valida deliberazione deve tenere conto dei voti esercitabili sia in aumento, sia in diminuzione¹³⁴.

È ovvio che una regola del genere astrattamente considerata dovrà comunque essere modulata in base alla concreta configurazione dell'azione a voto plurimo: ad esempio, nel caso di azioni a voto plurimo limitato a taluni argomenti il quorum verrà calcolato tenendo conto del voto plurimo solo per quegli argomenti cui tale il voto potenziato è riservato¹³⁵.

Un'autorevole dottrina ha espresso una soluzione opposta che non ha trovato molti consensi, ma che merita di essere citata. Si ritiene che i quorum debbano essere calcolati sul capitale sociale votante, cioè al netto delle azioni istituzionalmente prive del diritto di voto, innanzitutto, poiché il fine è quello di andare ad eliminare quelle azioni che sono istituzionalmente assenti, cioè non rappresentabili in assemblea, per evitare un rallentamento o addirittura impedimento del funzionamento assembleare. In secondo luogo, si

¹³⁴ Ferri G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in Rivista del notariato, fascicolo 4, p.761

¹³⁵ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.29

esclude che si tenga conto delle azioni a voto plurimo poiché la scelta legislativa di riferire i quorum al capitale sociale, cioè al numero globale di azioni, esprime l'idea di collegare la rappresentatività di ogni azione al suo valore nominale e, cioè, all'entità dell'investimento. Quindi, il quorum deve essere calcolato pur sempre sul numero complessivo di azioni, al netto di quelle prive di voto, anche in presenza di azioni a voto plurimo, e non sul numero complessivo di voti¹³⁶.

Un orientamento dottrinale ha, inoltre, affermato l'amplia autonomia statutaria anche in relazione alla misura del capitale di cui si deve tener conto per il calcolo dei quozienti assembleari, sostenendo che lo statuto possa comunque prevedere delle regole diverse da quella esaminata, come un quorum calcolato su di una misura del capitale che non tenga conto del voto plurimo¹³⁷.

Diversa soluzione deve essere adottata per l'esercizio di quei diritti amministrativi diversi dal diritto di voto la cui titolarità spetta ad una certa aliquota del capitale sociale, come il diritto di impugnare le delibere invalide (2377 c.c.), il potere di denuncia al tribunale in

¹³⁶ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto*, in *Rivista Notarile* 2014, fasc.I, p. 942

¹³⁷ Masella Ducci Teri B., *Il decreto competitività: prime riflessioni sul voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2014, fascicolo II, p. 473

caso di gravi irregolarità (2409 c.c.), il diritto di chiedere il rinvio dell'assemblea (2374 c.c.) o il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (2367 c.c.). anche in questo caso il legislatore si è espresso in materia di maggiorazione del voto disponendo, all'articolo 127-*quinquies*, comma otto, Tuf, che la maggiorazione del voto non ha effetto sui diritti amministrativi, diversi dal voto, la cui titolarità spetta a determinate quote del capitale. Questo in quanto si tratta di azioni speciali esclusivamente in relazione al diritto di voto. Una soluzione che, per lo stesso motivo, si ritiene possa essere estesa anche alle azioni a voto plurimo¹³⁸.

2.6 Vincoli sulle azioni a voto plurimo: pegno, sequestro, usufrutto. Cessione delle azioni a voto plurimo.

L'articolo 2352, primo comma, c.c. stabilisce che “Nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal

¹³⁸ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.34

custode.” Essendo ontologicamente le azioni a voto plurimo una categoria di azioni, il potenziamento del voto è direttamente correlato all’azione in quanto tale e ne rappresenta esclusivamente una sua peculiarità. Quindi il diritto di voto potenziato spetta sempre ai soggetti in favore dei quali viene costituito il vincolo di pegno ed usufrutto ed al custode in caso di sequestro.

Per le stesse ragioni si ritiene che si conservi anche in capo al cessionario in caso di cessione della partecipazione azionaria.

Si ritiene comunque ammessa diversa disposizione statutaria¹³⁹.

2.7 Il voto plurimo nelle società quotate

Il decreto competitività del 2014 ha introdotto nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria l’articolo 127 *–sexies* , finalizzato alla disciplina delle azioni a voto plurimo nelle società quotate. Il disposto normativo dell’articolo in commento prevede da un lato che gli statuti delle società quotate “non possono prevedere l’emissione di azioni a voto plurimo”; dall’altro che le azioni a voto

¹³⁹Annunziata F., Giombini A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal decreto competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, Annunziata e Conso studio associato, in Società, 2014.

plurimo emesse dalla società prima dell'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato conservano le loro caratteristiche e diritti.

Il secondo comma precisa che al fine di mantenere inalterato il rapporto fra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti da una fusione o scissione di tali società (cioè quelle con azioni a voto plurimo) possono anche emettere altre azioni a voto plurimo “con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse” in quattro casi : aumento di capitale gratuito; aumento di capitale a pagamento senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; fusione; scissione.

Il legislatore ha definito quello che è un vero e proprio criterio guida che la società quotata deve seguire nell'emissione di ulteriori azioni a voto plurimo, ossia la finalità di mantenere inalterato il rapporto fra categorie di azioni. Questo significa, a titolo esemplificativo, che in caso di fusione o scissione si dovrebbe prevedere l'attribuzione di nuove azioni a voto plurimo in cambio di azioni a voto plurimo sostituite. Ed, ancora, in caso di aumento di capitale, le azioni a voto plurimo di nuova emissione dovrebbero

essere attribuite agli azionisti a voto plurimo in una misura tale da rispettare la proporzione con la altre categorie.

L'articolo 127 *–sexies* fa salva una diversa disposizione statutaria. Dato che nelle società quotate l'emissione di azioni a voto plurimo costituisce una eccezione al divieto previsto dal primo comma , finalizzata comunque a mantenere inalterato il rapporto fra categorie di azioni, bisogna escludere che la diversa disposizione statutaria possa essere intesa nel senso di un ampliamento delle situazioni in cui la società è legittimata ad emettere azioni a voto plurimo. Si fa riferimento all'ipotesi del divieto assoluto o ad una limitazione dei casi emissione.

L'ultimo comma dell'articolo prevede che nel momento in cui la società non si avvale della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo in presenza delle operazioni che lo avrebbero legittimato, la deliberazione dell'assemblea che decide queste operazioni non deve essere approvata dall'assemblea speciale degli azionisti a voto plurimo¹⁴⁰.

¹⁴⁰ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, pp. 32-33

Il terzo comma, infine, cristallizza una regola fondamentale per la gestione sociale ed il profilo tanto ontologico quanto funzionale del diritto di voto nelle quotate emittenti azioni a voto plurimo: si parla del possibile cumulo con diversi meccanismi di modifica *in maius* del diritto di voto. Si prevede che nel momento in cui la società abbia emesso azioni a voto plurimo, non possa categoricamente prevedere altre maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni, né possa inserire il voto maggiorato *ex* articolo 127 *–quinquies* del Tuf. E, quindi, il voto plurimo impedisce l'introduzione del voto maggiorato in caso di successiva quotazione¹⁴¹, al fine di evitare una ogni oltre modo eccessiva concentrazione di potere nelle mani di pochi, con effetti distorsivi sull'asse proprietà-controllo.

¹⁴¹ Assonime, Le azioni *a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 33

La maggiorazione del voto: profilo ontologico e questioni applicative***3.1 Inquadramento delle azioni a voto maggiorato***

In riferimento alle società emittenti azioni quotate in un mercato regolamentato, il legislatore ha operato delle scelte molto diverse rispetto alla soluzione prevista per le società chiuse ed aperte, ma non quotate, di rimuovere il divieto di emettere azioni a voto plurimo. Basandosi anche sui recenti progressi della legislazione europea (*in primis* francese, olandese e scandinava) con il decreto legge 91 del 2014 il legislatore ha legittimato una maggiore flessibilità della struttura del capitale in deroga al principio *one share, one vote* al fine di aumentare le dimensioni del flottante in sede di offerta al pubblico finalizzata alla quotazione (IPO) e , logico corollario, di aumentare la liquidità delle azioni delle società quotate senza determinare una diluizione per gli azionisti di riferimento in sede assembleare. Infatti, proprio il rischio di diluizione rappresenta l'elemento disincentivante l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane. Altra conseguenza pratica

dell'immissione nel sistema italiano della maggiorazione del voto è la riduzione dei patti parasociali che, nel sistema un' azione, un voto sono necessari per rafforzare il controllo¹⁴².

L'articolo 20 del decreto legge contemplava, a tal proposito, l'introduzione nel T.u.f. di un nuovo articolo 127 *–quinquies*, il quale stabilisce per le società quotate la possibilità di prevedere nel proprio statuto la maggiorazione del voto a favore dei *long-term shareholders* (ossia, gli azionisti di “lungo corso”) ,con un limite massimo di due voti, in riferimento a tutte le azioni di cui uno stesso azionista sia titolare per un periodo consecutivo indicato nello statuto, non inferiore a ventiquattro mesi dall'iscrizione in un apposito elenco, la cui tenuta deve essere disciplinata dallo statuto dell'emittente¹⁴³. Lo statuto può anche prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto maggiorato possa rinunciarvi in tutto o in parte. Gli statuti devono stabilire le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti prevedendo un elenco di *loyalty shareholders*.

¹⁴² Tedeschi C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le società*, 2015, p. 1080

¹⁴³ Saggiocca M., *Il definitivo tramonto del principio “un'azione, un voto”*: tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto, in *Rivista del notariato*, fasc. 5,p. 921, 2014

La norma disciplina le ipotesi di perdita e di estensione del beneficio del voto maggiorato in determinate circostanze, quali cessione, successione *mortis causa*, fusione e scissione, aumento di capitale, e le modalità di computo dei voti. E soprattutto prevede che la maggiorazione del voto non abbia effetto sui diritti diversi dal voto spettanti a determinate aliquote di capitale sociale, come la richiesta di convocazione dell'assemblea da parte dei soci¹⁴⁴.

Importante sottolineare come lo strumento della maggiorazione del voto persegua delle finalità diverse rispetto al voto plurimo: in quest'ultimo caso la finalità del legislatore è stata quella di ampliare gli strumenti utilizzabili per permettere alle imprese di raccogliere nuove risorse nel mercato dei capitali e, quindi, per incentivare gli investimenti azionari, con una crescita economica del sistema nel suo complesso. Il voto maggiorato, invece, è stato concepito come un meccanismo finalizzato allo stimolo del mantenimento di investimenti azionari a lungo termine, di modo da favorire, anche, la stabilità degli orientamenti delle policy di gestione sociale. Dunque uno strumento che consenta la presenza di azionisti durevoli, i c.d. *long-term shareholders* contrastando il proliferarsi

¹⁴⁴ Assonime, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 34

dello *short-termism*, dotati anche di un potere *di monitoring*, proprio mediante il voto maggiorato. Il tutto anche allo scopo (indiretto) di ridurre la volatilità dei corsi azionari e di favorire una più efficiente formazione dei prezzi nei listini, di modo da dare certezza e stabilità al mercato.

Sicuramente un intervento che si pone *in continuum* con un precedente intervento normativo (d. lgs. 27 del 2010) che introduce la possibilità di prevedere la maggiorazione del dividendo, un vero e proprio meccanismo premiale della fedeltà dell'azionista (articolo 127 *-quater* T.u.f.), che ottiene nel momento in cui ricorrano determinate circostanze legate alla persona dell'azionista, come, ad esempio, il possesso continuato delle azioni per almeno un anno¹⁴⁵.

Il 127 *-quinqies* chiarisce, al quinto comma, che le *loyalty shares* non costituiscono una categoria speciale di azioni, a differenza delle azioni a voto plurimo. Come il voto plurimo, la maggiorazione del voto consiste in una deroga al principio "*one share, one vote*" *in melius* per i soci aventi diritto. La principale caratteristica di questa fenomenologia riguarda il fatto che il beneficio del voto maggiorato è connesso non all'azione in sé, ma alla persona dell'azionista, in

¹⁴⁵ Sagliocca M., Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto, in Rivista del notariato, fasc. 5, p. 921, 2014

ossequio ad un principio personalistico: le *loyalty shares* sono attribuite al socio che per un determinato periodo di tempo continuativo abbia detenuto la titolarità del pacchetto azionario. Di qui la denominazione “azioni di fedeltà”. Ed, inoltre, non costituisce violazione del principio di eguaglianza degli azionisti, poiché consiste in un beneficio accessibile indifferentemente a tutti gli azionisti e legato al ricorrere di circostanze che possono essere soddisfatte da tutti i soci.

Secondo un'autorevole dottrina, sotto il profilo tanto ontologico quanto fenomenologico, la maggiorazione del voto non contrasterebbe con alcun principio di ordine pubblico, per il fatto di attribuire rilievo a circostanze attinenti alla persona del socio diverse dall'entità della partecipazione. Infatti, questo strumento permette di perseguire interessi meritevoli di tutela, quali la stabilità dell'indirizzo di gestione sociale e l'incentivo di investimenti di lungo periodo. Se sicuramente è evidente che sia importante che gli azionisti partecipino attivamente alla vita sociale e che ciò è più probabile nel momento in cui abbiano dei benefici legati al *long-*

termism, le azioni a voto maggiorato sono funzionali al perseguimento di questi interessi¹⁴⁶.

3.2 Profilo ontologico

Ai sensi dell'articolo 119 del T.u.f., la disciplina della maggiorazione del voto si applica alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea. Dunque, l'ambito applicativo è individuato in base a due criteri: la nazionalità, riferito al limite territoriale della potestà legislativa italiana in materia di organizzazione interna delle società e di rapporti fra soci; la quotazione di titoli azionari.¹⁴⁷

Dunque, non rientrano sicuramente nell'ambito di applicazione di tale disciplina le società aventi titoli diffusi sul mercato e le società con titoli ammessi alla negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione, che ai sensi del T.u.f. non sono mercati regolamentati¹⁴⁸.

¹⁴⁶ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del notariato*, fasc. 5, p. 921, 2014

¹⁴⁷ G.F. Campobasso, *Commento sub articolo 119*, Testo Unico della Finanza, Commentario, a cura di G.F. Campobasso, Volume II, Torino 2002, p.972

¹⁴⁸ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 34

Per quanto concerne il criterio della nazionalità occorre precisare che per società italiane si intendono società soggette alla legge italiana in base all'articolo 25 della legge 218 del 31 maggio 1995, sul diritto internazionale privato. Sono soggette alla legge italiana le società costituite in Italia, le società costituite all'estero con sede dell'amministrazione o oggetto principale dell'attività in Italia, le società che hanno trasferito dall'estero in Italia la propria sede statutaria. Ad esclusione, perciò, sia delle società soggette alla legge di altro stato, sia le società italiane quotate in mercati di Paesi non appartenenti all'Unione Europea.

Per quanto riguarda il parametro della quotazione dei titoli azionari, possono essere quotate le azioni ordinarie ovvero altre categorie speciali di azioni. Mentre la disciplina delle azioni a voto maggiorato non si applica a quelle società che abbiano strumenti finanziari diversi dalle azioni, come i titoli di debito, ammessi alla quotazione in mercati regolamentati. Stante la disciplina del 127 – *quinquies* è possibile prevedere statutariamente il voto maggiorato con apposita clausola anche prima della quotazione, ma comunque

durante il processo stesso di quotazione, con la previsione che diventi efficace soltanto con la definitiva quotazione¹⁴⁹.

Sotto il profilo strettamente ontologico, l'articolo 127 –*quinquies* precisa, al quinto comma, che le azioni cui viene attribuito il beneficio della maggiorazione del voto, ossia quelle azioni che divengono *loyalty shares*, non costituiscono una categoria speciale di azioni. Il voto maggiorato, infatti, non è connesso ad principio meramente oggettivo e immanente all'azione *in re ipsa*, ma è collegato ad un principio personalistico, cioè ad un comportamento del socio costituito dal mantenimento della titolarità delle azioni per un periodo di tempo continuativo, cosicché le azioni a voto maggiorato costituiscano un vero e proprio meccanismo premiale della fedeltà del socio. Ed è per questo motivo che negli Stati Uniti sono definite *loyalty shares*.

Di sicuro il rafforzamento del voto non costituisce una violazione del principio di pari trattamento dei soci, poiché è connesso a requisiti che tutti i soci possono acquisire.

¹⁴⁹ 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, p.1058

Inoltre, non essendo una categoria speciale di azioni, non si applica la disciplina prevista dall'articolo 2376 c.c. per quanto riguarda le assemblee speciali: non è prevista un'organizzazione speciale per la tutela degli interessi dei possessori di tali strumenti finanziari e, di sicuro, non è prevista una particolare approvazione da parte dei titolari delle azioni che beneficiano della maggiorazione in caso di modifica o soppressione della clausola statutaria sul voto maggiorato.¹⁵⁰

Orbene, ai fini della nascita del beneficio del voto maggiorato il T.u.f. prevede determinati presupposti: l'iscrizione nell'elenco, il possesso continuativo delle azioni e una durata minima di tale possesso.

Procedendo con ordine, anzitutto è necessaria la previsione statutaria della costituzione di un elenco apposito in cui dovranno iscriversi gli *shareholders* che intendano beneficiare del voto maggiorato una volta terminato il periodo continuativo di titolarità delle azioni, come previsto al secondo comma del 127 –*quinquies*.

Le società possono prevedere modalità, tempistiche per l'iscrizione

¹⁵⁰ Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

e se la nascita del voto maggiorato sia automatica o se richieda un'iniziativa del socio.

Il beneficio è collegato alla titolarità continuativa delle azioni da parte di uno stesso soggetto e si perde con la cessione della partecipazione.

Il legislatore ha, infine, previsto che tale possesso continuato delle azioni debba avere la durata di ventiquattro mesi ai fini della maturazione della maggiorazione del voto, salva diversa previsione statutaria che potrebbe concepire un periodo più lungo, ma non più breve¹⁵¹.

Per quanto riguarda l'aspetto nevralgico della maggiorazione del voto, ossia il contenuto della stessa, la norma prevede che sia possibile potenziare il diritto di voto nel senso di attribuire fino ad un massimo di due voti per ciascuna azione. Cioè, questo è il limite imposto dalla legge entro cui può muoversi l'autonomia statutaria. È, quindi, anche possibile un incremento del voto inferiore all'unità (mezzo voto, ad esempio) o, ancora, modulare il beneficio del voto maggiorato nel senso di attribuire un incremento del voto inferiore

¹⁵¹ Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

alla unità dopo i ventiquattro mesi di possesso continuato con un aumento progressivo per successivi periodi di detenzione (un altro mezzo voto dopo altri ventiquattro mesi). Il T.u.f. rimette, poi, allo statuto la possibilità di stabilire le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato nel rispetto del principio di parità di trattamento *ex* articolo 92 del T.u.f. stesso¹⁵².

Essendo la maggiorazione collegata non all'azione, ma ad un comportamento del socio, ed in ossequio al principio di uguaglianza dei soci, essa potrà riguardare tutti i soci, sia coloro che sono titolari di azioni ordinarie, sia coloro che sono titolari di azioni speciali. È pacifica, però, in dottrina, la convinzione che lo statuto possa escludere dal beneficio della maggiorazione delle categorie speciali eventualmente emesse, riconoscendolo esclusivamente alle azioni

¹⁵²L'articolo 92 del T.u.f. impone agli emittenti quotati l'obbligo di assicurare uguale trattamento a tutti i portatori di strumenti finanziari che si trovano in identiche condizioni, riprendendo quanto già previsto dall'art. 4-ter della legge 7.6.1974 n. 216 (istitutiva della Consob). La norma deve interpretarsi con riferimento, in primis, ai soggetti appartenenti ai diversi Stati della U.E.

Per quanto concerne l'ambito di efficacia del principio, deve distinguersi fra parità forte e parità debole. La prima, data l'ampia tipologia di strumenti che un soggetto può emettere, viene assicurata, per ogni tipo di strumento emesso e quotato, ad ogni portatore in quanto tale, indipendentemente dalla quantità di strumenti posseduti. La seconda, invece, viene assicurata, nell'ambito di ogni categoria rappresentata da tutti i portatori delle diverse tipologie di strumenti finanziari, a quei portatori che si trovano fra loro in identiche condizioni, avendo rilevanza, in tal caso, altre qualità del portatore. Si deve sostanzialmente distinguere fra i diversi diritti connessi al possesso di uno strumento finanziario. Infatti, se per alcuni di essi, l'emittente deve sempre assicurare la parità di trattamento a tutti i portatori (si pensi ai diritti patrimoniali ed amministrativi), vi sono altri diritti, quale quello all'informativa, che vengono calibrati in base alle qualità del portatore, in relazione alla tipologia dello stesso (investitore istituzionale o piccolo risparmiatore) ed all'entità dell'investimento.

ordinarie¹⁵³. Mentre si ritiene che non sia possibile introdurre la maggiorazione esclusivamente per categorie speciali di azioni, in quanto l'articolo 127 –*quinquies*, al quinto comma, stabilisce che le azioni cui viene applicato il voto maggiorato non costituiscono una categoria speciale di azioni: se si attribuisse il voto maggiorato solo ad una classe di azioni, esse costituirebbero proprio una categoria. È questo uno dei principali punti di distacco rispetto all'istituto del voto plurimo, che invece può costituire anche soltanto una parte delle azioni del capitale sociale, e che è giustificato dal fine immanente al voto maggiorato, ossia incentivare l'investimento di lungo periodo.

Altra dottrina propende per la soluzione completamente opposta¹⁵⁴.

Orbene, tenendo presente quelli che sono i limiti legali, l'ampia autonomia statutaria può modulare il voto maggiorato: appare possibile limitare il voto maggiorato a determinate materie o determinate delibere ovvero subordinare il beneficio a determinate condizioni sospensive o risolutive, purché non meramente

¹⁵³ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 37

¹⁵⁴ 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, p.1059

potestative, in analogia rispetto alle azioni a voto plurimo. Non sembra invece che sia possibile subordinare l'attribuzione del voto maggiorato a taluni requisiti soggettivi del socio, poiché la norma ancora il beneficio ad un requisito ben specifico, un requisito oggettivo, seppur riferito al socio, ossia il possesso continuato per un periodo di tempo statutariamente previsto e non superiore a ventiquattro mesi¹⁵⁵.

3.3 L'introduzione della maggiorazione del voto

La maggiorazione del voto deve essere introdotto attraverso apposita clausola statutaria. La relativa proposta può essere presentata da uno o più azionisti attraverso l'integrazione dell'ordine del giorno o attraverso la convocazione dell'assemblea da parte dei soci. L'iniziativa dei soci è preclusa soltanto per quanto riguarda argomenti su cui l'assemblea va a deliberare su proposta o progetto dell'organo amministrativo, ai fini dell'esercizio di un potere affidato agli amministratori *ex lege* (come ad esempio approvazione del bilancio, fusione, scissione, aumento di capitale da liberare in natura o con esclusione del diritto di opzione).

¹⁵⁵ Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in Rivista del notariato, fasc. 5, 2014, p. 921

Ovviamente nel momento in cui viene presentata la proposta, vengono indicate le ragioni alla base dell'intento di introdurre la maggiorazione del voto.

L'introduzione della maggiorazione del voto deve essere approvata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria *ex articoli 2368 e 2369 c.c.* Tuttavia, nel momento in cui si tratta della prima applicazione del voto maggiorato, il decreto legge 91 del 2014 ha previsto un quorum speciale per le modifiche statutarie adottate entro il 31 gennaio del 2015: le relative deliberazioni potevano essere adottate, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea (con un quorum di voti superiore, quindi, ai due terzi del capitale normalmente necessario per la modifica dello statuto).

Il sesto comma del 127 *–quinquies* prevede, inoltre, che la deliberazione di modifica dello statuto che introduce la maggiorazione del voto non dà diritto di recesso. Questa esclusione del diritto di recesso dimostra un vero e proprio *favor* del legislatore in relazione all'introduzione del voto maggiorato: il legislatore, infatti, ha preferito privilegiare l'interesse di stabilità della società di fronte ad una modifica statutaria che costituirebbe già di per sé

una causa legale di recesso (*ex* articolo 2437, comma 1, lett. g, c.c.) poiché va ad incidere sul diritto di voto dei soci¹⁵⁶.

Bisogna, dunque, chiarire se sia escluso il diritto di recesso per le modifiche statutarie di modifica od eliminazione della maggioranza. La clausola che introduce il voto maggiorato apporta un beneficio potenziale a tutti i soci e, in tal senso, può essere giustificata l'esclusione del diritto di recesso. Mentre la modifica o l'eliminazione del voto maggiorato andrebbero ad influire sul diritto di voto in maniera peggiorativa. Pertanto dovrebbe, in questo caso, essere riconosciuto il diritto di recesso.¹⁵⁷

3.4 Conservazione e perdita della maggioranza del voto

Il terzo comma dell'articolo 127 *–quinquies* statuisce che la cessione dell'azione caratterizzata dal voto maggiorato, a titolo oneroso o a titolo gratuito, determina la perdita del beneficio. Si tratta di un meccanismo di *opt out*, come sottolineato da un'autorevole dottrina¹⁵⁸. Una disposizione che si pone in continuità logico-pratica con la finalità del voto maggiorato, ossia

¹⁵⁶ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 40

¹⁵⁷ Massella Ducci Teri B., *Il decreto competitività: prime riflessioni su voto plurimo e loyalty shares all'italiana*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, Fasc. I, 2014, p.465

¹⁵⁸ Marchetti P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Rivista delle Società*, Fasc. 2-3, Giuffrè Editore, 2015

quella di creare uno strumento premiale della fedeltà degli azionisti, di modo da dare adito a fenomeni di *long-termism*, quindi di investimenti a lungo termine. Dunque, l'acquirente non subentra nel beneficio dell'alienante in quanto il voto potenziato non è in questo caso legato all'azione in *re ipsa*, ma al comportamento del socio consistente nel possesso continuativo delle azioni, un requisito che è di per sé intrasmissibile.

Sotto il profilo pratico quando la cessione delle azioni avviene dopo l'iscrizione nell'elenco, ma prima del termine previsto per la maggiorazione, si ha l'interruzione del periodo di maturazione del beneficio: cioè in caso di nuova iscrizione da parte dello stesso soggetto (l'alienante) nell'elenco per il voto maggiorato sarà necessario un nuovo periodo di titolarità continuativa di azioni perché queste acquistino voto maggiorato.

Quando invece il socio alienante abbia iscritto le azioni all'elenco in momenti diversi, sarà necessario specificare quali azioni iscritte dovranno essere cancellate dall'elenco dopo la cessione: quelle iscritte per prime o quelle successivamente iscritte. Un questione che appare di facile soluzione, ma che è stata risolta soltanto attraverso il Provvedimento Congiunto emesso dalla Consob e dalla

Banca d'Italia, il quale ha precisato, attraverso l'introduzione dell'articolo 23 *-bis* da parte dell'atto congiunto del febbraio 2015, che si applica il criterio *last in first out* (c.d. Lifo) secondo cui le ultime azioni iscritte sono le prime ad essere cancellate in caso di cessione. Ciononostante è fatta salva diversa disposizione statutaria¹⁵⁹.

Un aspetto molto dibattuto è quello riguardante la cessione delle azioni susseguente la *record date* dell'assemblea: comporta anch'essa un'estinzione della maggiorazione del voto maturata fino a quella data ?

Orbene, l'istituto della *record date* è stato introdotto in Italia con il d.lgs. n.27 del 2010 in recepimento della direttiva 2007/36/CE. Questo istituto identifica un momento durante il quale l'azionista che intende partecipare in assemblea ed esercitare i diritti sociali deve effettuare, per il tramite dell'intermediario che gestisce il proprio conto titoli, la registrazione della propria partecipazione. Il fine di questo istituto è quello di incentivare un intervento maggiore in assemblea da parte proprio dei piccoli azionisti essendo venuto

¹⁵⁹ 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, p.1059

meno il sistema previgente che impediva gli atti di disposizione delle azioni perché soggette a deposito, quindi nell'intervallo di tempo fra deposito e assemblea. La legittimazione del soggetto cui spetta il diritto di voto in assemblea viene attestata da una comunicazione effettuata all'emittente dall'intermediario in base alle scritture contabili al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima o in unica convocazione¹⁶⁰.

Questo meccanismo è stato introdotto nel T.u.f. all'articolo 83 – *sexies*, comma primo, come sistema per la legittimazione ad intervenire e votare in assemblea nelle società quotate.

Ovviamente se il soggetto cui spetta il diritto di voto è registrato al termine della giornata contabile del settimo giorno e cede le proprie azioni successivamente, resta legittimato all'intervento e al voto in assemblea. Quindi si può assistere a fenomeni di separazione fra proprietà e potere, in quanto si ha una scissione fra legittimazione all'esercizio del diritto di voto e titolarità delle azioni.

Pertanto una cessione di azioni a voto maggiorato successiva alla *record date* non dovrebbe comportare perdita del beneficio

¹⁶⁰ Campobasso G.F., Diritto commerciale, Vol. II, 2015, pp. 232-234

maturato fino a quella data, perché, appunto, la legittimazione all'intervento e al voto nelle società quotate si basa proprio sulla *record date* e la maggiorazione del voto è funzionale all'esercizio del voto. Così come non ha rilevanza la maggiorazione conseguita fra la data di registrazione e la data dell'assemblea, poiché la maggiorazione dovrà essere accertata entro la *record date*.

Questo sistema potrebbe creare, come già osservato, una scissione fra legittimazione all'esercizio del voto e titolarità delle azioni e quindi dei fenomeni di *empty voting*¹⁶¹, cioè di voto da parte di chi non è più azionista, con dei sussulti del procedimento deliberativo della volontà sociale.

Inoltre, si ritiene¹⁶² che la perdita della maggiorazione del voto seguente alla *record date* possa considerarsi una eccezione personale opponibile dalla società al socio che non potrebbe avvalersi del voto maggiorato. Dunque, se la società venisse a conoscenza della cessione delle azioni successiva alla *record date* essa dovrebbe comunque ammettere il socio all'assemblea in base

¹⁶¹ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 48

¹⁶² Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

alle regole generali sulla legittimazione al diritto di voto, riconoscendogli però non il voto maggiorato, ma il voto proporzionale alla partecipazione.

Orbene, appare rilevante, quindi, accertare quella che è la definizione di cessione ai fini della perdita della maggioranza del voto. La cessione va a ricomprendere tutti i negozi che comportano trasferimento della titolarità delle azioni, quindi sarà cessione a titolo oneroso la compravendita, ma anche il conferimento delle azioni a voto maggiorato in altre società.

A questo punto, il problema affrontato però da una parte della dottrina è diverso. Anzitutto bisogna partire dicendo che la norma prevede l'irrilevanza ai fini dell'interruzione dell'appartenenza continuativa, della successione per causa di morte e della fusione o scissione del titolare delle azioni che fruiscono della maggioranza del voto. Ciò in virtù di una continuità sostanziale fra cedente e cessionario, che nel primo caso si basa sul principio della continuità nei rapporti patrimoniali facenti capo al *de cuius*, nel secondo caso dalla natura riorganizzativa dell'operazione. Questa

considerazione, ci si è chiesti, può comportare l'estensione del principio di conservazione del diritto anche a casi non letteralmente ricompresi nella norma ? Per quello che concerne i negozi aventi finalità di trasmissione patrimoniale nell'ambito familiare, il problema riguarda i trasferimenti effettuati attraverso patto di famiglia o a favore di un ente, come un trust, i cui beneficiari siano trasferente e suoi eredi. Questi negozi, se assumono come beneficiari coloro che rientrano fra gli eredi legittimari, sono sicuramente assimilabili sotto il profilo della efficacia, alla successione per causa di morte, e quindi non dovrebbero comportare perdite della maggiorazione. A tal proposito, l'articolo 6, comma nono dello statuto della Campari s.p.a., prevede addirittura che “gli aventi causa hanno diritto di chiedere l'iscrizione con la stessa anzianità d'iscrizione della persona fisica dante causa”¹⁶³.

La norma fa salva diversa disposizione statutaria, quindi la possibilità di prevedere un *opt out* anche a seguito di trasferimenti derivanti da successione per causa di morte, fusione e scissione¹⁶⁴.

¹⁶³ Statuto Davide Campari – Milano s.p.a., articolo 6, comma nono

¹⁶⁴ Assonime, Le azioni *a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 42

Altra questione, sollevata da Consob nel documento di consultazione del 5 novembre 2014 ed affrontata dalla dottrina, è la riconducibilità alla nozione di cessione delle azioni, quale causa estintiva della maggiorazione del diritto di voto, quegli atti che comportano un mutamento del soggetto titolare del diritto di voto lasciando immutata, però, la titolarità delle azioni: ossia pegno e usufrutto.

Il dato letterale del 127 *-quinquies* non permette di approdare ad una soluzione univoca. Pertanto è necessaria l'interpretazione sistematica della norma e il ricorso ad i principi di fondo che dominano la materia in esame. La finalità della maggiorazione del voto è quella di premiare gli investimenti di lungo periodo e la stabilità della partecipazione del socio alla compagine sociale intesa proprio come posizione del socio nella stessa. In tal senso la titolarità del voto è strettamente correlata alla posizione che il socio ricopre nella società. Dunque, queste operazioni devono essere valutate in relazione a che il diritto di voto sia mantenuto o meno dal socio. Quindi si devono considerare atti di cessione rilevanti ai fini della perdita della maggiorazione quelli che determinano mutamento della titolarità della partecipazione e quelli che

determinano attribuzione del diritto di voto a un soggetto che sia diverso dal socio. La costituzione di pegno o usufrutto sulle azioni iscritte nell'elenco o che hanno già maturato voto maggiorato non comporta perdita del beneficio soltanto se in base ad un accordo il socio resta titolare del diritto di voto.

Ovviamente l'autonomia statutaria può anche prevedere diversamente, e cioè che tali operazioni comportino perdita della maggiorazione o interruzione della maturazione della stessa a prescindere dalla titolarità del diritto di voto.

Stessa soluzione nel caso di operazioni di riporto o prestito titoli e similari. Si tratta di negozi che comportano un trasferimento temporaneo della titolarità delle azioni, di solito per finalità di liquidità, che è molto diversa dall'influenzare gli assetti proprietari. Tuttavia comportano trasferimento anche del diritto di voto, pertanto devono ritenersi estintivi della maggiorazione del voto o della relativa maturazione¹⁶⁵.

Una questione molto articolata è quella relativa alle partecipazioni detenute da fondi comuni di investimento gestiti dalla stessa SGR

¹⁶⁵ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 42

(società di gestione del risparmio): le azioni appartengono ai patrimoni distinti dei singoli fondi, ma la titolarità spetta alla società di gestione del risparmio che li va a gestire. Ora, i diritti di voto relativi alle azioni di cui ha titolarità la SGR devono essere computati cumulativamente (indipendentemente dalle posizioni dei fondi gestiti) e quindi alla SGR iscritta nell'elenco deve essere riconosciuto un diritto di voto maggiorato in via cumulativa ovvero le partecipazioni gestite devono essere disgiunte fra loro, imputate ai singoli fondi e il voto esercitabile dalla SGR appartiene al singolo fondo ? L'articolo 118, quinto comma del Regolamento Emittenti, in riferimento agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, stabilisce che i diritti di voto facenti capo alla SGR vengono calcolati in maniera aggregata: quindi si deve optare per l'aggregazione delle partecipazioni dei diversi fondi in capo alla SGR, di modo che il trasferimento da un fondo ad un altro delle azioni gestite da uno stesso soggetto non determina perdita della maggiorazione. Una soluzione che è stata adottata anche dallo statuto della Maire Tecnimont s.p.a. all'articolo 6-*bis*, comma terzo. Differentemente, il trasferimento di un fondo da un gestore ad un altro determina la perdita del beneficio¹⁶⁶.

¹⁶⁶ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.

Per quanto concerne, invece, i trasferimenti infragruppo una parte della dottrina ha ritenuto che la qualificazione giuridica di questi fenomeni ai fini della perdita o conservazione della maggioranza del voto vada identificata in base alla finalità del trasferimento. Sotto il profilo formale si tratta di cessione di azioni fra soggetti diversi fra loro. Una cessione che, come tale, comporterebbe perdita del beneficio¹⁶⁷. Ciononostante, potrebbero anche essere delle operazioni finalizzate a trasferire asset patrimoniali all'interno di una impresa sostanzialmente unitaria, evitando cioè la cessione ad altri soggetti economici. Quindi potrebbero essere ricondotte a operazioni di fusione e scissione che determinano mutamento della titolarità all'interno di un processo esclusivamente riorganizzativo. In questo senso si potrebbe, sotto il profilo dell'efficacia, pensare ad un trasferimento della titolarità che non comporti perdita della maggioranza del voto¹⁶⁸.

Ora, a norma del terzo comma del 127 –*quinquies* anche la cessione di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore al 2 % o al 5 % in caso di

45

¹⁶⁷ Guizzi G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

¹⁶⁸ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 45

piccole e medie imprese quotate determina perdita della maggioranza del voto. Questo in quanto si ha una vera e propria modifica della titolarità delle partecipazioni. Se il trasferimento del controllo riguarda una società che detiene partecipazioni con voto maggiorato inferiore a tali soglie si conserva il beneficio della maggioranza del voto. Una scelta del legislatore probabilmente dovuta al fatto che ha ritenuto difficile da identificare la cessione delle partecipazioni di controllo in assenza degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti.

Tenendo presente quanto previsto dal disposto normativo dell'articolo 93 del T.u.f., che da la definizione di controllo, si può dire che l'articolo 127 *–quinqies* consideri esclusivamente le ipotesi di cessione del controllo di diritto e di fatto derivanti dalla cessione di partecipazione azionaria¹⁶⁹.

Il 127 *–quinqies* precisa che ai fini della perdita della maggioranza rileva sia la cessione diretta sia la cessione indiretta del controllo. Si ritiene¹⁷⁰ che la disposizione faccia riferimento alla cessione di partecipazioni di controllo che avvengono nelle

¹⁶⁹ Tedeschi C., Le azioni a voto plurimo e la maggioranza del diritto di voto, in *Le società*, 2015, p. 1079

¹⁷⁰ Assonime, Le azioni *a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 46

situazioni di controllo a catena a monte della catena(la società A controllo la società B che a sua volta controlla la società C, la quale è titolare del voto maggiorato in una società quotata: la società C perderà il voto maggiorato anche nel caso di passaggio del controllo nella società A).

In relazione alla conservazione ed alla perdita della maggioranza del voto va analizzato un ultimo aspetto, che è quello della rinuncia da parte del socio che ha maturato il beneficio. Il potere di rinuncia rientra nell'autonomia statutaria, ossia è una facoltativa previsione dello statuto. La rinuncia può essere totale, cioè omnicomprensiva, riguardante la totalità delle azioni a voto maggiorato, ovvero parziale, cioè riguardante una sola parte di esse. E, soprattutto, la rinuncia è irrevocabile: determina, cioè, la definitiva caducazione della maggioranza e la cancellazione dall'elenco delle azioni per cui si è esercitata la facoltà di rinuncia. L'azionista potrà poi iscrivere *ex novo* le azioni nell'elenco speciale e da quel momento decorrerà il nuovo termine per la maturazione del beneficio¹⁷¹.

¹⁷¹ Guizzi G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

In dottrina¹⁷² si è osservato come la funzione della rinuncia sia quella di eliminare gli effetti della maggiorazione del voto ai fini della riduzione dei voti “circolanti” in relazione ai quali devono essere assolti gli obblighi di comunicazione da parte dell’emittente (*ex articolo 85 –bis, comma 4 –bis del Regolamento Emittenti*¹⁷³), ed ai fini del calcolo delle soglie per le comunicazioni delle partecipazioni rilevanti e degli obblighi OPA: potrebbe, infatti, evitare l’alienazione delle azioni in caso di superamento proprio delle soglie previste dalla legge in relazione agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti o degli obblighi OPA (l’articolo 49, primo comma, lettera e) del Regolamento Emittenti stabilisce che per l’esonero dall’obbligo di OPA in caso di superamento anche temporaneo della soglia è necessaria l’alienazione della partecipazione in eccedenza, ma anche la riduzione dei diritti di voto “circolanti” in eccedenza, cosa che può avvenire a seguito di rinuncia alla maggiorazione).

¹⁷²Assonime, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 49

3.5 Il voto maggiorato nelle operazioni di fusione e scissione e di aumento del capitale: i meccanismi di opt in

Il terzo ed il quarto comma dell'articolo 127 –*quinquies* prevedono dei meccanismi di *opt in*, consistente nella possibilità di estendere il voto maggiorato alle azioni rivenienti da un rapporto di cambio in caso di fusione o scissione o da un aumento di capitale a pagamento¹⁷⁴.

Procedendo con ordine il 127 –*quinquies* prevede, anzitutto, che il voto maggiorato si estenda alle nuove azioni emesse a seguito di operazioni sul capitale concernenti un aumento dello stesso. Si ha una proiezione del diritto di voto maggiorato già maturato in relazione a determinate azioni: nel senso che a coloro che sono già titolari di azioni dotate di voto maggiorato verranno assegnate nuove azioni cui viene riconosciuto un diritto di voto maggiorato nonostante la mancanza del periodo di maturazione del beneficio. Vi è, però, una sostanziale differenza fra aumento gratuito ed aumento a pagamento: nel primo caso l'estensione del voto maggiorato è automatica, se lo statuto non dispone diversamente; nel secondo caso siamo di fronte ad un meccanismo di *opt in*,

¹⁷⁴ Marchetti P., Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, in Rivista delle società, Fasc. 2-3, 2015, p 456

poiché il voto maggiorato si estende alle azioni di nuova emissione soltanto se lo prevede lo statuto¹⁷⁵. Questo diverso trattamento deriverebbe dalle diverse modalità attraverso cui avviene l'aumento: quando è gratuito vengono utilizzate riserve già investite nella società, mentre quando è a pagamento le nuove azioni vengono emesse a seguito di nuovi conferimenti¹⁷⁶.

Cioè siamo in presenza di regole dispositive, che possono essere derogate dall'autonomia statutaria.

Quando si ha aumento gratuito si può prevedere che il voto maggiorato sia esteso soltanto a parte delle nuove azioni emesse a seguito di imputazione a capitale di riserve e fondi disponibili.

Per quanto riguarda l'aumento di capitale reale si deve considerare sempre la finalità della maggiorazione del voto, ossia premiare la fedeltà dell'azionista: pertanto il voto maggiorato potrà essere esteso, su disposizione statutaria, soltanto alle azioni di nuova emissione sottoscritte dallo stesso azionista titolare di azioni a voto maggiorato. Questo significa che non si avrà proiezione del diritto

¹⁷⁵ Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 50

¹⁷⁶ Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, pp 157-158-159

di voto maggiorato in caso di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione. E se il diritto di opzione relativo ad un'azione a voto maggiorato viene alienato a terzi, il voto maggiorato viene meno.

Appare dunque complessa la questione se l'estensione riguardi anche le azioni iscritte nell'elenco, ma che non hanno maturato il periodo di tempo necessario ad acquisire voto maggiorato. Si ritiene¹⁷⁷ che lo statuto possa o meno prevederla e che l'estensione comporterebbe che le azioni di nuova emissione debbano essere poi iscritte con la stessa anzianità di quella già possedute dall'azionista.

La stessa soluzione prevista nel caso di aumento a pagamento è stata adottata per i casi di fusione e scissione di società che prevedono la clausola della maggiorazione. Siamo, quindi, in presenza di un altro sistema di *opt in*. Il progetto di fusione o di scissione può prevedere che agli azionisti che abbiano già maturato la maggiorazione siano attribuite, in cambio delle azioni a voto maggiorato, nuove azioni anch'esse dotate di voto maggiorato. Quindi l'estensione del voto maggiorato riguarda esclusivamente il concambio di azioni già fornite di voto maggiorato. La dottrina

¹⁷⁷ Assonime, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 51

ritiene che, in questo caso, la previsione della perdita della maggioranza come regola di *default* appaia meno razionale. Questo in quanto nei casi di concambio da fusione o scissione non ci si trova dinanzi ad una nuova partecipazione sociale ed ad un nuovo investimento, ma ad una vicenda riorganizzativa dell'intera impresa e quindi di ridefinizione di preesistenti investimenti: sarebbe stata più coerente la soluzione opposta, ossia l'estensione automatica come regola base, salva diversa disposizione statutaria. Inoltre, nel caso specifico della fusione la mancanza della regola della conservazione della maggioranza come regola base finisce per costituire una penalizzazione per gli azionisti dell'incorporata che già beneficiavano della maggioranza prima della fusione, i quali, in caso di mancato riconoscimento del beneficio da parte del progetto di fusione, vedono ridursi il proprio peso decisionale, dunque diluire il proprio potere sociale¹⁷⁸.

¹⁷⁸ Guizzi G., *La maggioranza del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, p. 159

3.6 Il voto maggiorato nel procedimento di quotazione

Il voto maggiorato può anche essere introdotto attraverso apposita clausola statutaria da una società non ancora quotata durante il procedimento di quotazione in un mercato regolamentato, purché non si tratti di una società risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate¹⁷⁹.

Il procedimento di quotazione deve essere deliberato dall'organo amministrativo e, in via preliminare, la società va a compiere attività prodromiche e necessarie a creare le basi per la quotazione, in particolare attività di *due diligence* (scelta consulenti, pianificazione, preparazione della documentazione). Successivamente la società emittente presenta alla Borsa Italiana la domanda di ammissione alla quotazione.

La quotazione deve essere considerata come una condizione sospensiva legale¹⁸⁰ della introduzione della maggiorazione del voto: la clausola di modifica dello statuto diviene efficace solo quando e se la Borsa Italiana accoglie positivamente la richiesta di ammissione alla quotazione.

¹⁷⁹ Articolo 127 –*quinquies*, settimo comma, T.u.f.

¹⁸⁰ Assonime, Le azioni *a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 52

A norma dell'articolo 127 *–quinquies*, comma settimo, T.u.f., la clausola di introduzione del voto maggiorato può prevedere che, ai fini del calcolo del periodo di tempo necessario all' insorgere del beneficio, sia computato anche il periodo di titolarità delle azioni antecedente la data d'iscrizione nell'elenco.

3.7 L'impatto della maggiorazione del voto sui quorum assembleari e sugli altri diritti sociali

L'ottavo comma dell'articolo 127 *–quinquies* T.u.f. prevede che la maggiorazione del voto si computa anche per la determinazione dei quorum sostitutivi e deliberativi riferiti alle aliquote del capitale sociale. Quindi il calcolo dei quorum deve essere effettuato in modo da comprendere tutti i voti esprimibili anche per effetto della maggiorazione. Una impostazione che sicuramente è coerente con le modalità di calcolo dei quorum assembleari previste agli articoli 2368 2369 c.c. che non tengono conto delle azioni prive del diritto di voto e con quanto previsto dall'articolo 120 del T.u.f. recante le disposizioni in tema di obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, il quale statuisce che “per capitale di società per azioni si intende quello rappresentato da azioni con diritto di voto. Nelle società i cui statuti consentono la

maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, per capitale si intende il numero complessivo dei diritti di voto”. La norma fa salva diversa disposizione statutaria, quindi lo statuto potrebbe anche escludere dal computo dei quorum costitutivi e deliberativi il voto maggiorato per talune materie¹⁸¹.

Per quanto riguarda, invece, l’impatto del voto maggiorato sui diritti sociali diversi dal voto spettanti a determinate aliquote del capitale sociale (diritto di convocazione dell’assemblea, di cui all’articolo 2367 c.c., diritto di integrazione dell’ordine del giorno, di cui all’articolo 126 *-bis* del T.u.f.,...) l’ottavo comma dell’articolo in commento esclude la possibilità che la maggiorazione possa avere effetto anche su tali prerogative sociali.

3.8 La legittimazione all’esercizio del voto maggiorato: l’iscrizione nell’elenco e i flussi informativi

Il presupposto essenziale per poter esercitare il diritto di voto maggiorato è costituito dall’iscrizione nell’elenco, mentre il periodo di tempo di possesso ininterrotto delle azioni è elemento costitutivo

¹⁸¹ Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, p. 156

del diritto¹⁸². L'elenco è uno strumento che permette alla società emittente di accertare il requisito del possesso ininterrotto necessario ai fini della maturazione del beneficio, ma è altresì, uno strumento che consente il monitoraggio del proprio azionariato¹⁸³. Si tratta, nell'interpretazione prospettata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, di un semplice allegato al libro dei soci, non di un autonomo libro sociale.

La tenuta dell'elenco è rimessa all'autonomia statutaria, che stabilisce modalità di accertamento ed attribuzione della maggiorazione, possibilità di rinuncia, scelte di *opt in* e *opt out*, previste dai commi terzo e quarto del 127 –*quinquies*.

Il contenuto minimo dell'elenco, il regime di pubblicità, il diritto di ispezione dei soci ed i flussi informativi necessari sono stati disciplinati dalla Consob nel Regolamento Emittenti e nel Provvedimento congiunto. L'articolo 143 –*quater*, comma terzo del RE stabilisce il contenuto minimo dell'elenco: dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione; il numero delle azioni per le quali è stata richiesta l'iscrizione con indicazione dei

¹⁸² Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, p. 161

¹⁸³ Documento di consultazione del 5 novembre 2014

trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi; la data di iscrizione. In apposita altra sezione dell'elenco sono altresì indicati: i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto; il numero delle azioni con diritto di voto maggiorato, con indicazione dei trasferimenti e dei vincoli ad esse relativi, nonché degli atti di rinuncia; la data di conseguimento della maggiorazione del diritto di voto.

L'iscrizione nell'elenco può riguardare anche soltanto una parte delle azioni possedute da un soggetto e la maggiorazione può essere richiesta anche soltanto per una parte delle azioni iscritte.

Quindi la funzione dell'elenco è quella di andare ad identificare gli azionisti che hanno richiesto voto maggiorato e quelli che hanno maturato il voto maggiorato.

Dopo i flussi informativi ricevuti sia dagli intermediari, sia dagli azionisti, l'emittente è, poi, tenuto ad aggiornare l'elenco coerentemente a quanto previsto dallo statuto e nel rispetto delle disposizioni previste dall'articolo 85 *-bis*, comma 4 *-bis*, RE. Quest'ultima disposizione prevede un regime di trasparenza nei confronti dei terzi: stabilisce l'obbligo per l'emittente di

comunicare a Consob e pubblico l'ammontare dei diritti di voto entro cinque giorni di mercato aperto dalla fine di ciascun mese durante il quale si stato accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, ed entro il giorno successivo alla *record date* per l'assemblea. Se non vi sono modifiche non sussistono obblighi comunicativi. Questo regime pubblicitario è funzionale all'applicazione della disciplina sulle partecipazioni rilevanti e all'applicazione della disciplina sull'OPA.

È anche previsto un regime di pubblicità per i soggetti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco: l'emittente deve pubblicare sul proprio sito internet data di iscrizione e i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l'iscrizione nell'elenco e l'ammontare della partecipazione soltanto se superiore al 3 % o 5% in caso di piccole e medie imprese(anche se la Consob può prevede per un limitato periodo di tempo delle soglie inferiori a favore di per società ad elevato valore corrente di mercato e ad azionariato particolarmente diffuso), ossia se superiore alle soglie previste per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti di cui all'articolo 120 T.u.f. Il termine di pubblicazione è entro cinque giorni di mercato aperto dalla fine di ciascun mese durante il quale è

accertato un aumento o una diminuzione di tale ammontare, nonché il giorno successivo alla *record date* per l'assemblea.

Secondo quanto previsto dal documento di consultazione della Consob del 23 dicembre 2014 le società dovranno anche prevedere la periodicità con cui i soci possono chiedere l'iscrizione nell'elenco (la Campari ha previsto che la richiesta possa essere avanzata nei primi tre mesi dell'anno solare; la Astaldi ha previsto una periodicità triennale; la Amplifon ha previsto una cadenza mensile)¹⁸⁴. La previsione di un aggiornamento periodico e non continuativo ed immediato sicuramente permette di riunire tutte le richieste di iscrizione e cancellazione pervenute durante il periodo di tempo, ma contribuisce a creare dei fenomeni di scissione fra titolarità del diritto alla maggiorazione e legittimazione al suo esercizio in quanto, ad esempio, potrebbe accadere che un azionista che ha maturato il possesso continuato delle azioni per due anni dalla richiesta di iscrizione non sia legittimato all'esercizio del voto

¹⁸⁴ Assonime, Le azioni *a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p. 56

maggiorato poiché l'iscrizione sia avvenuta in un momento successivo rispetto alla richiesta¹⁸⁵.

Conformemente a quanto disposto per il libro dei soci (83 – *undecies* T.u.f.) e alle risultanze a seguito dell'identificazione dei soci (83 – *duodecies* T.u.f.) è disposto che le risultanze dell'elenco siano messe a disposizione dei soci richiedenti a proprio spese, anche su supporto informatico.

Sotto il profilo pratico il Provvedimento congiunto prevede che l'azionista che intende iscriversi all'elenco dovrà richiedere una comunicazione all'intermediario, il quale la invierà successivamente all'emittente. Una comunicazione che è valida fino a revoca, in quanto l'azionista potrebbe cedere le azioni o rinunciare alla maggiorazione. Il riconoscimento della maggiorazione, “Decorso il periodo di tempo continuativo indicato dal 127 –*quinquies*”, comma primo, è, poi, automatico, ma l'articolo 23 –*bis*, comma terzo del Provvedimento congiunto stabilisce che lo statuto potrebbe anche prevedere la necessità di un'altra comunicazione dell'intermediario, su richiesta dell'azionista, all'emittente ai fini della attestazione della volontà

¹⁸⁵ Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, p. 162

dell'azionista iscritto nell'elenco di accedere al voto maggiorato per le azioni relative alla prima comunicazione. Si tratta dei flussi informativi previsti dall'articolo 23 *-bis* del Provvedimento congiunto ai fini della maggiorazione del voto¹⁸⁶. L'intermediario cui l'azionista richiede la comunicazioni è il c.d. ultimo intermediario, ossia "L'intermediario che tiene i conti sui quali sono registrati gli strumenti finanziari di pertinenza di soggetti che non operano in qualità di intermediari (investitori finali) o di soggetti non residenti"¹⁸⁷. L'intermediario che effettua le comunicazioni all'emittente è quello che partecipa al sistema di gestione accentrata¹⁸⁸.

Sono previste comunicazioni da parte dell'intermediario all'emittente anche in caso di aumento di capitale, fusione o scissione, successione per causa di morte del titolare, costituzione, estinzione, modifica di vincoli. Sarà l'emittente a dover accertare che queste fattispecie comportino, conformemente a quanto previsto dallo statuto, la perdita del possesso continuativo.

¹⁸⁶ ABI, ASSONIME, ASSOSIM, *Istruzioni operative per i flussi informativi tra intermediari ed emittenti relativi alle azioni a voto maggiorato ai sensi dell'art. 23-bis del Provvedimento Post-Trading*, novembre 2015

¹⁸⁷ Provvedimento congiunto, articolo 1, lettera jj)

¹⁸⁸ Articolo 27, comma 1, Provvedimento congiunto

L'intermediario dovrà altresì comunicare all'emittente il trasferimento totale o parziale delle azioni e la rinuncia alla maggiorazione. In questo caso l'intermediario effettua la comunicazione di revoca indicando la causale e il numero progressivo annuo di emissione della comunicazione originaria, se possibile. Se sono state effettuate delle comunicazioni relative ad azioni acquistate in momenti diversi ed il trasferimento non abbia ad oggetto tutte le azioni, dovrà essere utilizzato il criterio *last in first out* (c.d. Lifo) secondo cui si considerano trasferite dapprima le azioni registrate per ultime sul conto.

A norma del settimo comma dell'articolo in esame, nel momento di trasferimento delle azioni dal conto aperto presso un intermediario al conto da aperto presso altro intermediario non è prevista comunicazione di revoca, ma le modalità di trasferimento dovranno essere tali da rendere noti all'emittente gli intermediari coinvolti.

Infine, sono previsti dei flussi informativi dall'emittente all'intermediario nel caso di avvenuta o mancata iscrizione all'elenco e di conseguimento o mancato conseguimento della maggiorazione del voto, con la spiegazione di un eventuale diniego, di cancellazione dall'elenco o perdita della maggiorazione per cause

non conosciute dall'intermediario, come cessioni dirette o indirette di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alle soglie indicate dall'articolo 120 T.u.f., e in caso di rinuncia irrevocabile, ove prevista dallo statuto. Tutti questi flussi di ritorno dovranno essere effettuati entro la giornata contabile in cui l'emittente effettua l'aggiornamento dell'elenco. Difatti tutte queste comunicazioni, ai sensi dell'articolo 29, comma quinto, del Provvedimento congiunto, fanno sorgere l'obbligo in capo all'emittente, di aggiornare il libro soci¹⁸⁹.

3.9 Modifiche alla disciplina delle OPA conseguenti all'introduzione della maggiorazione del voto

Per OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto di prodotti finanziari. È previsto un rigido sistema volto alla trasparenza di queste operazioni: il soggetto che lancia l'OPA deve effettuare una preventiva comunicazione alla Consob, quale

¹⁸⁹ Regolamento recante la disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 22 febbraio 2008 e successivamente modificato con: atto Banca d'Italia/Consob del 24 dicembre 2010; provvedimento Banca d'Italia/Consob del 22 ottobre 2013; atto Banca d'Italia/Consob dell'11 febbraio 2015; atto Banca d'Italia/Consob del 24 febbraio 2015

Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani, allegando un documento destinato successivamente alla pubblicazione, contenente tutte le informazioni necessarie per permettere al pubblico di conoscere i dettagli dell'offerta. Documento che potrà essere diffuso fra il pubblico soltanto dopo il controllo effettuato dalla Consob. Questa comunicazione viene immediatamente trasmessa alla società oggetto di OPA e contiene gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, le garanzie e le eventuali modalità di finanziamento previste.

La società oggetto di OPA è, poi, tenuta a diffondere al pubblico un comunicato contenente tutte le informazioni relative all'operazione e la propria valutazione. Il comunicato contiene anche informazioni relative ad eventuali patti parasociali, all'andamento recente e alle prospettive dell'emittente, i fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio. Ed, infine, il comunicato rende nota l'eventuale decisione di convocare l'assemblea per autorizzare misure difensive atte a contrastare l'offerta: a meno che l'assemblea non vada a deliberare tali azioni di difesa, la società è tenuta a non ostacolare l'offerta (*c.d. passivity rule*).

L'offerta è irrevocabile e si rivolge a tutti i titolari di strumenti finanziari oggetto dell'OPA.

L'offerta pubblica di acquisto (successiva e totalitaria) è obbligatoria nel momento in cui un soggetto venga a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso operati individualmente o di concerto con altri, una partecipazione superiore al 30 % del capitale rappresentato da titoli quotati che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni su nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza. L'obbligo di OPA sussiste anche nel caso di acquisti superiori al 5 % operati nel corso di dodici mesi da parte di coloro che detengono una partecipazione del 30 %, ma che non dispongono della maggioranza dei diritti di voto in assemblea: la c.d. OPA da consolidamento.

Gli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo potranno vendere le proprie azioni.

Diversa è l'OPA preventiva, finalizzata ad evitare il lancio dell'OPA totalitaria assicurando comunque cambio di controllo e tutela delle minoranze. L'OPA preventiva si verifica quando la partecipazione superiore al 30 % di una società viene ad essere

detenuta in seguito ad un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto almeno il 60 % delle azioni ordinarie, ma a condizione che l'offerente e i soggetti a esso legati non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all' 1% nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob e che l'efficacia dell'offerta sia stata subordinata all'approvazione della maggioranza del capitale sociale costituito da azioni ordinarie.

L'offerente sarà comunque tenuto a lanciare l'OPA totalitaria se nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva vada ad acquistare partecipazioni in misura superiore all'uno % o se la società abbia deliberato fusione o scissione.

Poi, vi è l'OPA residuale, che si ha nel momento in cui un soggetto detiene più del 90 % del capitale di una società quotata. Tale soggetto dovrà ripristinare il flottante entro quattro mesi dal superamento della soglia ovvero promuovere un' OPA sulle azioni con diritto di voto residue. Il prezzo delle azioni è determinato dalla Consob.

Infine, la legge stabilisce che chiunque venga a detenere più del 98 % delle azioni con diritto di voto a seguito di OPA avente ad

oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, ha il diritto di acquistare le azioni residue entro quattro mesi dalla conclusione dell'offerta: il c.d. *squeeze out* o diritto di acquisto. Il prezzo di acquisto è determinato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo della sede dell'emittente e terrà conto del prezzo dell'offerta e del prezzo delle azioni sul mercato nell'ultimo semestre¹⁹⁰.

Il decreto 91 del 2014 ha introdotto delle modifiche alla disciplina delle OPA in seguito all'introduzione del voto plurimo e della maggiorazione del voto.

Il decreto è intervenuto su tre diversi livelli: l'OPA obbligatoria, la neutralizzazione e l'esenzione dall'obbligo di OPA in caso di superamento passivo della soglia.

Il decreto 91 del 2014 modifica la disciplina dell'OPA obbligatoria sotto un duplice profilo: *in primis*, ha previsto che lo statuto di piccole e medie imprese (c.d. PMI) quotate può prevedere una soglia diversa da quella del 30 %, purché non inferiore al 25 % e non superiore al 40 %. Per le società diverse dalle PMI quotate, ha, invece, previsto che l'OPA successiva totalitaria debba essere

¹⁹⁰ www.borsaitaliana.it

lanciata anche quando un soggetto, in seguito ad acquisti, diviene detentore di una partecipazione superiore al 25 %, quando manca un socio che detenga una partecipazione più elevata¹⁹¹.

In secundis, in quanto la maggiorazione del voto è suscettibile di andare a modificare gli assetti di potere della società, per evitare che si andassero a realizzare delle cristallizzazioni delle posizioni dominanti, provocando mutamento della contendibilità della società e frustrazione delle prospettive di investimento dei risparmiatori, il legislatore è intervenuto modificando i presupposti per il sorgere dell'obbligo di OPA di modo da tenere conto della maggiorazione del voto, meccanismo in grado di incidere sul numero di voti "circolanti" senza modificare il numero delle azioni in circolazione. Il nuovo articolo 106, primo comma, T.u.f. prevede l'obbligo di promuovere OPA a carico di chiunque, sia a seguito di acquisti, sia a seguito di maggiorazione del voto, detenga una partecipazione superiore al 30 % o disponga di diritti di voto in misura superiore al 30 %.

L'obbligo di OPA è previsto anche nei confronti di chi vada a consolidare una partecipazione rilevante (di cui all'articolo 106,

¹⁹¹ Assonime, Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato, Circolare n.10 del 7 aprile 2015, p.66

comma quinto, lettera a)) in conseguenza di acquisti o maggiorazione del voto. I medesimi obblighi trovano applicazione anche nel caso di concerto tra più soggetti, se il superamento della soglia consegue alla maggiorazione del diritto di voto, ai sensi dell'articolo 109, comma primo, T.u.f.¹⁹²

Per quello che riguarda il calcolo della partecipazione rilevante ai fini dell'OPA obbligatoria, il nuovo articolo 106, comma primo T.u.f. non precisa se la norma abbia voluto introdurre una duplice soglia OPA alternativa (una collegata alla detenzione di una partecipazione superiore al 30 % del capitale e una collegata alla detenzione di più del 30 % dei diritti di voto) o una soglia univoca. Problematica risolta dalla consultazione per la modifica del Regolamento Emittenti: la Consob, di concerto con gli altri partecipanti, ha propeso per la soglia unica. L'articolo 44 *-bis* del RE, nella sua nuova formulazione, stabilisce che nelle società emittenti azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA dovrà essere calcolata tenendo conto della totalità dei diritti di voto che possono essere esercitati nelle deliberazioni di nomina e revoca degli

¹⁹² ¹⁹² Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il corriere giuridico*, 2015, p. 164

amministratori e del consiglio di sorveglianza. Una soluzione del tutto conforme alla finalità sottesa all'OPA obbligatoria, ossia quella di consentire agli azionisti di minoranza uno strumento di tutela nel momento in cui vi sia un mutamento del controllo societario, quindi la partecipazione rilevante calcolata secondo i voti esercitabili¹⁹³.

Il numero totale di voti su cui andare a calcolare la partecipazione rilevanti ai fini dell'OPA obbligatoria è quello comunicato dall'emittente (come stabilito dal nuovo articolo 85 *-bis*, comma 1 *bis*, RE).

Infine, l'articolo 106, comma secondo T.u.f. prevede, in relazione al prezzo dell'OPA obbligatoria in caso di maggiorazione del voto, che se non vi sono acquisti a prezzi più elevati, l'offerta sarà promossa ad un prezzo che non deve essere inferiore a quello medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile.

Per quanto riguarda la regola della neutralizzazione, questa è prevista dall'articolo 104 *-bis* T.u.f. : si tratta di un meccanismo *opt in*, cioè opzionale, che è rimesso ad una espressa disposizione

¹⁹³ Documento di consultazione della Consob e documento sugli esiti della consultazione

negoziale. Comporta l'automatica inefficacia dei patti parasociali e delle clausole statutarie che dispongano limitazioni ai trasferimenti delle azioni e del diritto di voto in pendenza di un'OPA o in seguito ad una offerta che abbia permesso all'offerente di detenere almeno il 75% del capitale con diritto di voto¹⁹⁴. Le modifiche (articolo 104 -bis, secondo e terzo comma) hanno tenuto conto della maggiorazione del diritto di voto e stabiliscono che la maggiorazione non ha effetto nelle assemblee convocate per deliberare tecniche di difesa e nelle assemblee che si svolgono in seguito all'acquisizione da parte dell'offerente del 75% del capitale. In queste assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono un solo voto¹⁹⁵.

Per quello che riguarda l'esenzione dall'obbligo OPA, questa è stata introdotta dalla delibera Consob n.19084 nell'ipotesi di superamento passivo della soglia rilevante (ad esempio a seguito della rinuncia della maggiorazione o alla vendita di azioni a voto maggiorato).

¹⁹⁴ Articolo 104 -bis t.u.f.

¹⁹⁵ Tedeschi C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto di voto*, in *Le Società*, 2015, p.1079

Dunque, nelle società emittenti azioni a voto plurimo o che prevedono il voto maggiorato non sorge l'obbligo di OPA se il superamento della soglia è dovuta alla riduzione del numero totale di diritti di voto esercitabili nelle delibere per la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza: la *ratio* sottesa a questa disposizione (articolo 49, comma primo, lettera d-bis, RE) risiede nell'assenza di volontà da parte del soggetto che acquista il controllo.

L'articolo 49, comma primo, RE stabilisce anche un limite all'esenzione: l'ipotesi per cui il soggetto che ha superato la soglia dei diritti di voto abbia acquistato anche una partecipazione superiore alle soglie previste per l'obbligo di OPA, calcolata in base al numero delle azioni in circolazione. Infatti in tal modo l'azionista andrebbe *sua sponte* a porsi in una posizione di acquisto del controllo.

Ai fini della operatività dell'esenzione sono rilevanti esclusivamente gli acquisti successivi al momento di operatività della maggiorazione (poiché solo in tal caso la soglia per l'OPA è calcolata in base al numero totale dei diritti di voto e in base al numero di azioni emesse).

L'obbligo di OPA non sussiste altresì nel momento in cui l'azionista, superate le soglie rilevanti, si impegna a cedere le azioni o a ridurre i diritti di voto eccedenti (ad esempio attraverso la rinuncia alla maggiorazione se prevista dallo statuto) entro dodici mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto. Se l'azionista è abilitato al servizio di investimento e ha assunto garanzia in relazione ad operazioni di aumento di capitale o di collocamento dei titoli il termine è esteso a diciotto mesi¹⁹⁶.

¹⁹⁶ Articolo 49, comma primo, lettera e), RE

Il voto multiplo in una prospettiva comparata***4.1 Gli studi della Commissione Europea***

Il principio un' "azione, un voto", come regola dispositiva o suppletiva, rappresenta quasi in tutta Europa la costante del procedimento assembleare delle società per azioni.¹⁹⁷

La scelta del legislatore di concepire il principio di proporzionalità alla base del funzionamento dell'assemblea era finalizzata a tutelare i diversi interessi del mondo imprenditoriale del Paese dove si fosse consolidata questa tendenza: si riteneva potesse essere la decisione ottimale ai fini della conciliazione fra potere sociale e rischio sopportato con l'investimento nella società, in quanto permetteva di attribuire maggior peso decisionale proprio a quegli investitori che avrebbero maggiormente risentito delle scelte legate alla vita sociale¹⁹⁸.

Durante i primi anni del ventunesimo secolo si assiste a fenomeni che comportarono radicali mutamenti nell'ambiente societario: la

¹⁹⁷ Spolidoro M. S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, in Riv. delle Società, Fasc. 1, 2015, p. 134

¹⁹⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p. 11

globalizzazione dei mercati finanziari ed una correlata rinnovazione delle ideologie economiche finalizzate all'armonizzazione finanziaria in ambito europeo.

In questo contesto il diritto di voto nelle società per azioni acquisisce rilevanza nel panorama europeo ed internazionale, di modo che la Commissione Europea si occupa della materia finanziando e promuovendo studi e ricerche allo scopo di andare a verificare l'approccio normativo ed imprenditoriale europeo nei confronti del principio un' "azione, un voto" , da un lato, e di fornire pareri e raccomandazioni ai legislatori nazionali al fine di pervenire ad un'armonizzazione della disciplina delle società di capitali. Anzitutto va citato il lavoro svolto dall' *High Level Expert Group on Company Law*, un organismo direttamente istituito dalla Commissione Europea con la finalità primaria di andare a condurre indagini e consultazioni per poter contribuire alla istituzione di un diritto societario europeo uniforme e rinnovato in considerazione delle nuove esigenze degli investitori¹⁹⁹.

L'*High Level Expert Group on Company Law* redige due importanti documenti: il *Report on Issues Related to Takeover Bids* del 10

¹⁹⁹ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*, 4 novembre 2002, p. 3

gennaio 2002 e il *Report on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* del 4 novembre 2002, nei quali vengono affrontati diversi temi di diritto finanziario e societario: di fondamentale importanza per l'argomento in esame è la raccomandazione relativa al diritto di voto nelle società per azioni, secondo la quale uno degli obiettivi del legislatore europeo nell'ottica del processo di armonizzazione deve essere la diffusione in maniera uniforme del principio di proporzionalità nella legislazione societaria dei paesi europei²⁰⁰.

La Commissione Europea ha, dunque, proceduto ai lavori realizzando degli *Action Plan* annuali, fra cui quello del 2003 in cui si programma di operare uno studio incentrato sull'analisi dei meccanismi di attribuzione del diritto di voto nei diversi Stati membri con una particolare attenzione ai sistemi europei che derogano al principio *one share, one vote*, alle finalità sottese a questa scelta ed alle conseguenze fenomenologiche, distinguendo fra meccanismi di rafforzamento del controllo e meccanismi di salvaguardia della stabilità dell'indirizzo della gestione sociale. Questo lavoro fu realizzato dall' *Institutional Investor Services*,

²⁰⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p. 12

dallo studio legale *Sherman & Sterling* e dallo *European Corporate Governance Institute* nel 2007 e costituisce un'indagine svolta su circa quattrocento imprese quotate di sedici Stati membri, Stati Uniti, Australia e Giappone. Inoltre, comprende anche la revisione di tutta la letteratura teorica ed empirica relativa alla materia del diritto di voto ed un rapporto che evidenzia come la struttura del capitale sociale in termini di correlazione fra potere sociale e proprietà finanziaria possa influenzare le scelte dell'investitore²⁰¹. Lo studio in esame ha evidenziato come il panorama societario tanto europeo quanto internazionale sia caratterizzato da varietà e differenziazione.

Sotto il profilo dell'attribuzione dei diritti sociali sono rintracciabili tre macrocategorie: i meccanismi di rafforzamento del controllo, i meccanismi di salvaguardia della stabilità dell'indirizzo societario, come le azioni privilegiate o il voto scaglionato, una terza categoria in cui rientrano le pratiche diffuse fra i soci, come i patti parasociali o la possibilità di prevedere peculiari strumenti di partecipazione

²⁰¹ ISS, ECGI, *Sherman & Sterling*, "Report on the Proportionality Principle in the European Union", p. 7

ideati appositamente in occasione di eventi straordinari, come le *golden shares*²⁰² in sede di privatizzazione²⁰³.

Per quanto riguarda la valutazione del principio di proporzionalità, lo studio ha riscontrato una costante: nessuno degli ordinamenti esaminati risulta aver adottato il principio *one share, one vote* in maniera rigida²⁰⁴. Molti Paesi ammettono il voto multiplo (Danimarca, Francia, Gran Bretagna, Olanda, Finlandia, Svezia, Stati Uniti, Giappone). Vi sono alcuni ordinamenti che pongono il divieto di tetti al possesso azionario (Finlandia, Svezia, Giappone) e soltanto cinque Paesi che consentono l'emissione di azioni prive del voto senza alcun beneficio di natura patrimoniale (Francia, Italia, Irlanda, Finlandia, Gran Bretagna).

²⁰² La *Golden Share* (azione d'oro) è un particolare strumento partecipativo di origine britannica che conferisce al titolare la possibilità di apporre il veto su alcune operazioni societarie di carattere strategico e su variazioni dello statuto societario. Solitamente, però, con questo termine si indica il pacchetto azionario detenuto da un governo in seguito alla privatizzazione o alla vendita di quote di una società pubblica. L'obiettivo principale delle *Golden Shares* è quello di proteggere gli interessi della collettività nelle aziende strategiche, come quelle che operano nei settori della difesa e dell'energia. Non viene stabilito un limite alla quota che deve essere detenuto dallo stato.

²⁰³ Spolidoro M.S., *"Il voto plurimo: i sistemi europei"*, in Riv. delle Società, fasc. 1, 2015, p. 134

²⁰⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p. 31

Tutti gli ordinamenti che consentono il voto plurimo prevedono un limite all'emissione (due in Francia, dieci in Danimarca, Ungheria, Svezia) o all'esercizio dei relativi diritti di voto.

Le indagini empiriche rilevano che i capitali delle società del nord Europa siano costituiti da diverse classi di azioni: solitamente una doppia categoria di azioni, di cui una con voto doppio ed una con voto singolo ovvero una con voto singolo ed una senza voto. In particolare, il *Company Act* svedese concepisce il principio proporzionale come norma dispositiva ed ammette deroghe allo stesso: il capitolo 4, sezione 5 stabilisce la possibilità di emettere azioni speciali che conferiscono fino ad un massimo di 10 voti e, nel caso di introduzione del voto plurimo, sono previste anche maggioranze qualificate per adottare determinate delibere assembleari.

In Olanda gli articoli 2:118 (per le società aperte) e 2:228 (per le società chiuse) del *Dutch Civil Code* stabilisce che ogni azione conferisce almeno un voto. Essendo possibile emettere azioni con voto plurimo, è necessario che i voti siano proporzionati al valore nominale che vanno a rappresentare: una società potrà emettere categorie di azioni diverse sotto il profilo del valore nominale, ma il

voto multiplo può essere attribuito esclusivamente alle azioni il cui valore nominale è a sua volta multiplo del valore delle azioni ordinarie, per favorire una proporzionalità fra capitale e voto. Ad esempio, la società quotata ABN AMRO Group ha un capitale costituito da due classi di azioni di diverso valore nominale: le azioni di classe A hanno valore nominale pari a 1 euro e ciascuna attribuisce 100 voti. Le azioni di classe B hanno valore nominale pari a 0,01 euro e ciascuna attribuisce un voto²⁰⁵.

Questa ricerca ha permesso di evidenziare il progresso dell'autonomia privata rispetto alla omologazione del diritto societario che ha avuto lungo seguito, fino ai primissimi anni del nuovo millennio, nell'ambito del fenomeno di globalizzazione dei mercati finanziari²⁰⁶.

Tutta questa libertà contrattuale viene, in ogni caso, accompagnata da una serie di misure che permettono la tutela degli interessi che possono essere messi in pericolo dalla deroga al principio proporzionale: la tutela delle minoranze e l'esigenza di trasparenza.

²⁰⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, pp. 32-33

²⁰⁶ Sagliocca M., *"Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggioranza del voto"*, pp. 924-925

Per quanto riguarda il primo punto sono spesso riconosciuti diritti alle *minorities* e previsti quorum rafforzati per adottare determinate delibere assembleari. Per quello che concerne la trasparenza bisogna ricordare una importantissima direttiva emessa dal Parlamento Europeo nel 2004: la *Transparency Directive*, che ha introdotto una serie di obblighi informativi a tutela della trasparenza e una regolazione della *disclosure* societaria²⁰⁷.

4.2 Il “voto doppio” in Francia

La legge francese ha ininterrottamente previsto fino al 1933 la possibilità per le *sociétés anonymes*, ossia le società per azioni, di emettere azioni a voto plurimo. In particolare si trattava di azioni che permettevano al socio titolare di esercitare anche decine di voti, a seconda di quanto sancito dall'autonomia statutaria. Siamo in epoche, (soprattutto la fine dell'ottocento e gli inizi del novecento) in cui continua l'espansione dei mercati finanziari europei iniziata nel lontano seicento ed uno strumento quale quello del voto multiplo permetteva ai soci fondatori di non perdere il controllo della società a seguito di investimenti di capitali stranieri o di scalate da parte di società estere.

²⁰⁷ ISS, ECGI, Shearman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, p.16-22

Nel novembre del 1933 il legislatore francese introduce espressamente il principio della correlazione fra numero di azioni possedute e diritti di voto esercitabili dai soci con il conseguente tramonto del voto plurimo nell'ordinamento francese. Sono previsti esclusivamente due eccezioni al principio proporzionale: nelle società miste con azionariato pubblico e nelle società con azionariato straniero.²⁰⁸

Arrivando ai nostri giorni, la proporzionalità fra proprietà finanziaria e diritto di voto è ancora la regola vigente in Francia, ma è stata espressamente prevista a livello normativo l'*action a vote double*, ossia l'azione a voto doppio. Si tratta di uno strumento partecipativo che può essere emesso dalle società per azioni francesi e che conferisce al titolare un voto doppio subordinato a determinati requisiti, come il possesso per un determinato periodo di tempo delle azioni. Sotto il profilo empirico, il voto doppio è molto diffuso fra le *sociétés anonymes*.

In questo paese gli ambienti giuridici hanno da sempre manifestato consensi per il voto maggiorato, sicché si sta ancora oggi assistendo a dibattiti in materia: va segnalato il disegno di legge "*Proposition*

²⁰⁸ Merle, P., *Droite commerciale, Sociétés commerciales*, Paris, p.374

de loi visant à redonner des perspectives à l'économie réelle et à l'emploi industriel” che è finalizzato a consentire la diffusione del voto doppio a favore degli azionisti che detengono azioni di una società da più di due anni e ad attribuire un voto triplo all'azionista che ha posseduto il titolo per oltre cinque anni.

Analizzando strettamente il profilo normativo, il testo di riferimento della disciplina societaria è il *Code de commerce*. L'articolo L225-123 stabilisce al primo comma che le azioni a voto doppio possono essere introdotte mediante delibera di modificazione dello statuto o in base ad apposita previsione statutaria *ab origine* della vita della società. Il voto doppio potrà essere assegnato esclusivamente alle azioni nominative e interamente liberate possedute ininterrottamente dallo stesso soggetto per un periodo di tempo di almeno due anni.

Il secondo comma statuisce che in sede di aumento di capitale da realizzare attraverso incorporazione di riserve, benefici o premi di emissione, le azioni di nuova emissione assegnate in opzione ai soci saranno sottoposte alle medesime regole relative al voto delle azioni già detenute dall'azionista. Questo significa che i soci che già godono del voto doppio avranno diritto al voto doppio anche in

relazione alle azioni di nuova emissione sottoscritte²⁰⁹. Molto importante la previsione del terzo comma dell'articolo L225-125 che statuisce, nell'ottica del progresso dell'economia nazionale e dello sviluppo dell'infrastruttura economica europea , che il voto doppio possa trovare applicazione esclusivamente in favore di azionisti di nazionalità francese o di un Paese membro dell'UE o di uno Stato aderente al SEE (accordo relativo allo Spazio economico europeo)²¹⁰.

L'articolo L225-124 regola particolari vicende connesse all'azione. Nel caso di conversione in azione al portatore o di trasferimento in proprietà si ha l'estinzione automatica del beneficio. Invece, nei casi di successione, donazione, liquidazione della comunione di beni tra coniugi, e di fusione e scissione non decade il beneficio già maturato né sarà interrotto il termine per acquisirlo, salvo diversa disposizione dell'autonomia statutaria.

Ora, il legislatore francese ha introdotto anche delle limitazioni all'uso del voto doppio. Precisamente, il primo comma dell'articolo L225-125 introduce la possibilità per gli statuti di limitare il numero di voti di cui ciascun azionista può disporre in assemblea.

²⁰⁹ Merle, P., *Droite commerciale, Sociétés commerciales*, Paris, p.374

²¹⁰ Merle, P., *Droite commerciale, Sociétés commerciales*, Paris, p.374

Limitazione che potrà essere statutariamente prevista ove mai sia imposta a tutti i soci indipendentemente dalla categoria delle azioni di cui sono titolari. La dottrina²¹¹ ritiene che questa disposizione sia stata inserita al preciso scopo di tutelare i piccoli azionisti, nonostante l'effettivo utilizzo mirasse piuttosto a proteggere l'azionariato dalle scalate ostili proprio in quelle società ad azionariato diffuso.

L'introduzione di un siffatto limite viene, però, sospesa dalla prima assemblea generale successiva alla chiusura di un'OPA ove mai l'offerente, da solo o di concerto, venga a detenere una parte del capitale o dei diritti di voto almeno uguale a quella richiesta per la modifica dello statuto e nel limite di tre quarti²¹².

Il *code de commerce* prevede rigide regole di trasparenza, così come previsto dal legislatore italiano in materia di maggioranza del voto. L'articolo R210-4 impone che lo statuto contenga tutte le informazioni concernenti i requisiti per l'ammissione alle assemblee degli azionisti, per l'esercizio del diritto di voto e per

²¹¹ Merle, P., *Droite commerciale, Sociétés commerciales*, Paris, p.374

²¹² Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, pp. 36-37

l'attribuzione del voto doppio, sin dal momento della costituzione della società.

Secondo la previsione dell'articolo L225-100-3, la relazione annuale degli amministratori di società per azioni quotate deve indicare la struttura del capitale sociale e specificare l'identità dei possessori di titoli che attribuiscono diritti di controllo speciali, con annessa descrizione di tali diritti speciali. Inoltre la relazione deve indicare le limitazioni statutarie al diritto di voto e al trasferimento delle azioni²¹³.

Come già esaminato per l'ordinamento italiano, l'attribuzione del voto doppio va ad incidere sugli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. L'articolo L233-7 stabilisce che chiunque acquisti, da solo o di concerto, direttamente o indirettamente, oltre il 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 33,3 %, 50 %, 66,6 %, 90 %, 95 % del capitale sociale o dei diritti di voto di una società quotata o che scenda al di sotto di tali soglie deve comunicarlo alla società e all'Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (AMF) entro il termine previsto dal regolamento generale. Il legislatore ha previsto che gli statuti possano stabilire ulteriori obblighi di

²¹³ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, pp. 38

comunicazione di superamento della soglia, sia in diminuzione, sia in aumento, in relazione a frazioni inferiori al 5 %. Le società dovranno anche pubblicare sul proprio sito, a cadenza mensile, internet il numero totale dei diritti di voto e il numero delle azioni che compongono il capitale sociale in caso di modifiche rispetto alle pubblicazioni precedenti²¹⁴.

In conclusione può dirsi che le azioni a voto doppio francese siano delle vere e proprie azioni di fedeltà in netta conformità rispetto alla maggiorazione del voto italiana. Quindi, non si tratta di una categoria speciale di azioni, di una nuova declinazione di questo strumento azionario, ma di un metodo di attribuzione del voto che deroga *in maius* il principio *one share, one vote*. Infatti, il beneficio del voto multiplo non è connesso al titolo *in re ipsa*, ma al titolare dello stesso, in quanto per maturare il voto doppio sarà necessario il possesso continuativo dell'azione per un periodo di almeno due anni, mentre l'automatica perdita dello stesso consegue alla cessione dell'azione.

²¹⁴ Articolo 223-16 del regolamento generale dell'AMF

4.3 Lo Stock Corporation Act tedesco

In Germania la disciplina delle società per azioni è contenuta nello *Stock Corporation Act* o *Aktien Gesetz*. Tale testo normativo prevede in materia di diritto di voto che la regola generale di attribuzione del voto sia il principio un' "azione, un voto", quindi ad ogni azione corrisponde un unico diritto di voto. Si tratta di una regola assoluta, infatti l'*Aktien Gesetz* ammette la possibilità che una *Aktiengesellschaft* (società per azioni) emetta diverse classi di azioni, ma vige il divieto di deroga al principio proporzionale. In particolare, proprio la sez.12 AktG vieta l'emissione di azioni a voto plurimo. Il voto plurimo non è stato da sempre escluso nell'ordinamento tedesco: fino al 1998 era in vigore una disposizione che permetteva l'emissione di tali azioni subordinandola ad una autorizzazione ministeriale. Questa disposizione è stata, però, abrogata dal *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* (*Control on Transparency in Business Act*) che mirava a garantire la piena correlazione fra potere sociale e rischio d'impresa, quindi l'identità fra proprietà finanziaria e controllo. È stato comunque concesso alle società che avessero introdotto nel proprio statuto la previsione delle azioni a

voto plurimo il mantenimento della relativa norma statutaria per un periodo di cinque anni, cioè fino all'1 giugno del 2003. Ed è addirittura stato consentito alle società di mantenere anche oltre ed in maniera duratura questa regola a condizione che fosse approvata dall'assemblea con delibera adottata a maggioranza di almeno tre quarti del capitale sociale, con esclusione dal voto dei titolari di azioni a voto multiplo²¹⁵.

È, invece, ammessa dalla sez.134, par. 1 dell'*Aktien Gesetz* la possibilità che le società non quotate introducano limitazioni all'esercizio del diritto di voto. Nelle società quotate l'unica ipotesi di azione priva di voto è costituita da azioni privilegiate senza diritto di voto, previste dalla sez.139, il cui importo nominale complessivo non può superare la metà del capitale sociale. Nel caso in cui la società non corrisponda ai titolari di tali azioni il dividendo ovvero non lo corrisponda in un determinato anno e gli arretrati non siano pagati l'anno successivo assieme al dividendo spettante per lo stesso, questi avranno diritto di voto fintanto che la società non corrisponda loro quanto dovuto. E, ai sensi della

²¹⁵ Cahn, A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010, p.269

sez.140, par.2, le azioni privilegiate sono computate nel calcolo della maggioranza richiesta *ex lege* o dallo statuto²¹⁶.

La sez.141 stabilisce che tutte le decisioni dei titolari di queste azioni finalizzate a comprimere o eliminare del tutto i privilegi conferiti dalle stesse richiedono il consenso di tutti i titolari delle azioni privilegiate: consenso che dovrà essere manifestato attraverso una delibera dell'assemblea speciale di tali azionisti adottata a maggioranza dei due terzi dei voti espressi.

Anche la delibera di emissione di nuove azioni privilegiate dello stesso tipo di quelle già facenti parte del capitale sociale dovrà essere approvata da una delibera dell'assemblea speciale dei titolari delle stesse adottata a maggioranza del 75 % dei voti espressi. Mentre il consenso non è necessario se i diritti di voto sono successivamente esclusi o se il privilegio è attribuito successivamente²¹⁷.

In conclusione, il legislatore tedesco ha propeso per la via opposta rispetto a quella intrapresa dal legislatore italiano: il voto plurimo dapprima introdotto è stato successivamente eliminato. Questa

²¹⁶ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p. 40

²¹⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, p. 41

scelta appare coerente con la situazione finanziaria della Germania di inizio ventunesimo secolo caratterizzata da stabilità e prosperità. Il panorama societario tedesco è caratterizzato da numerose società ad azionariato diffuso il cui nucleo di controllo è costituito da stabili indirizzi, mentre l'ambiente societario italiano è caratterizzato per la maggior parte da pmi a nucleo familiare e i soci, spesso fondatori, detentori della maggior parte del capitale sociale hanno necessità di “subire” investimenti esterni per la crescita economica con il conseguente rischio di perdere il controllo delle società che hanno faticosamente creato nel corso del tempo.

4.4 Il voto multiplo negli Stati Uniti

Il principio proporzionale è il criterio di assegnazione del voto in quasi tutti gli ordinamenti statali americani²¹⁸. Come nell'ordinamento giuridico italiano, viene prevista come regola dispositiva, con la possibilità che i singoli statuti possano derogare alla stessa emettendo categorie speciali di azioni. Ad esempio, la legislazione del Delaware prevede che le società possano emettere azioni a voto limitato o prive del diritto di voto in base ad una apposita previsione statutaria; la legislazione Newyorkese prevede

²¹⁸ Easterbrook, F. H., Fischel D. R., “*The Economic Structure of Corporate Law*”, Harvard, 1996, p. 88

la possibilità di emettere categorie speciali di azioni con una precisa limitazione: almeno un categoria di azioni deve essere a voto pieno²¹⁹.

Orbene, negli Stati uniti la disciplina delle società quotate è costituita da diverse fonti normative: il diritto societario dello stato in cui è costituita la società emittente; la disciplina federale, costituita in particolar modo dal *Securities and Exchange Act* del 1934 e dal *Securities Act* del 1933, congiuntamente alle disposizione emesse in attuazione di questi provvedimenti; le regole previste dai mercati regolamentati in cui sono ammessi alla negoziazione gli strumenti finanziari delle emittenti²²⁰. I *listing agreements* (contratto di quotazione che disciplina le condizioni che la società deve rispettare per la quotazione) e la disciplina delle borse hanno effettivamente incrinato il principio one share, one vote prevedendo spesso l'emissione di azioni prive del diritto di voto, le c.d. “*non voting shares*” e di azioni a voto plurimo, le c.d. “*super voting shares*” o “*multiple voting shares*”.

²¹⁹ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, nota 121, p.41

²²⁰ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio “un’azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014, nota 122, p.42

Già dagli inizi del '900 numerose società iniziarono ad emettere azioni prive del diritto di voto, creando una vera e propria disgiunzione fra potere e proprietà finanziaria. Celebre l'esempio della *Dodge Brothers* che emise azioni privilegiate e azioni senza voto per un ammontare complessivo di 130 milioni di dollari, al fine di consentire ad una banca di investimento titolare di un pacchetto azionario del valore di 2,25 milioni di dollari, costituito da azioni ordinarie, di detenere il controllo. Questa prassi comportò aspre critiche del mondo societario fino al disinvestimento e alla sfiducia del pubblico di risparmiatori, data la concentrazione del controllo, spesso, in capo a intermediari finanziari. Si arrivò al limite, fino all'estremo: dapprima il Nyse, nel 1926, rifiutò l'ammissione alla quotazione di azioni senza diritto di voto; in seguito, nel 1940, adottò una regola contro la quotazione di questa categoria di azioni e, successivamente, questo divieto fu esteso anche alle azioni a voto limitato²²¹.

All'inizio questa scelta fu condivisa da tutte le principali borse americane. Successivamente iniziò una divergenza regolamentare fra i vari mercati americani sorta proprio in occasione della

²²¹ Ferrarini, , "One Share – One Vote: A European Rule?", ECGI Law Working Paper n.58, 2006, p.15

ristrutturazione finanziaria del gruppo *Wang Laboratories*.

Divergenza scatenata da logiche di competizione fra i mercati. Il Nasdaq e l'Amex ammisero alla quotazione diverse categorie speciali di azioni.

A questo punto, il Nyse cominciò a percepire il rischio di perdere il suo ruolo di primaria importanza in considerazione del fatto che diverse società preferivano quotarsi in mercati che ammettessero alla negoziazione strumenti in deroga al tradizionale principio proporzionale. Storico l'episodio del 1984: la *General Motors* decise di emettere azioni a voto plurimo e il Nyse ammise alla quotazione tali strumenti per evitare che la società revocasse la propria quotazione. Nel 1986 si arrivò alla svolta: il Nyse richiese al Sec di modificare i propri *listing standards* per consentire la quotazione di azioni “*dual class*” in caso di consenso manifestato dalla maggioranza degli amministratori indipendenti e degli azionisti.

La Sec non accolse le richieste del Nyse e nel 1988 emise un provvedimento per regolamentare tutte le borse in materia di azioni speciali sotto il profilo del diritto di voto: la *Rule 19c-4*, la quale sancì il divieto per società quotate e in fase di quotazione di limitare

o alterare i diritti di voto delle azioni già in circolazione. Tuttavia la *Rulec-4* non “cristallizza” definitivamente il principio “*one share, one vote*”, in quanto individua alcune fattispecie al ricorrere delle quali fisiologica conseguenza sarebbe stata la compressione del diritto di voto (o la non compressione del diritto di voto)²²². Secondo il provvedimento in esame, in particolar modo, erano consentite le emissioni di azioni con diritto di voto differenziato nell’ambito di IPO, le emissioni, successive ad IPO, di nuove classi azioni con diritti di voto in numero complessivamente non superiore a quelli delle azioni già in circolazione, le emissioni di classi di azioni con diritti di voto non superiori a quelli delle azioni già in circolazione nelle ipotesi di fusione o acquisizione²²³. Non era, invece, consentita l’adozione di restrizioni al diritto di voto in base alla durata di detenzione delle azioni, c.d. “*time-phased voting rights plans*”, previsione di tetti massimi al diritto di voto, c.d. “*capped voting rights plans*”, l’emissione di azioni a voto multiplo, c.d. “*super voting stocks*” perché tutte queste fattispecie sono idonee a comprimere i diritti di voto degli azionisti esistenti. Infine,

²²² Bainbridge, S.M., “*The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*”, 69 Wash. U.L.Q., p.578

²²³ Bainbridge, S.M., “*The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*”, 69 Wash. U.L.Q., p.583

non era consentita l'emissione di azioni con diritti di voto inferiori a quelli attribuiti dalle azioni ordinarie esistenti nell'ambito di un'offerta di scambio²²⁴.

Nel 1990 una sentenza della Corte di Appello del *District of Columbia* abrogò per eccesso di potere la *Rule 19c-4*. Tuttavia, in seguito le borse americane, mosse dalle pressioni della Sec, adottarono dei provvedimenti simili alla *Rule 19c-4*, ma più flessibili anche in considerazione dei profondi cambiamenti che i mercati regolamentati stavano attraversando. La nuova disciplina prevede che il divieto di emettere “*super voting stocks*” sussista esclusivamente in relazione a nuove classi di azioni, mentre non si applica alle società il cui capitale sociale è già costituito da “*dual class shares*”²²⁵.

Le maggior parte delle società che hanno fatto ricorso alle “*super voting shares*” è costituita da società a nucleo familiare e società operanti in determinati settori, primo fra tutti quello dei media. Fra le varie, New York Time, News Corporation, Washington Post.

²²⁴ Bainbridge, S.M., “*The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4*”, 69 Wash. U.L.Q., p.579

²²⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio “un'azione - un voto” e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, p.44

Sono varie le c.d. “*blue chips*”, ossia società ad alta capitalizzazione azionaria, dell’indice azionario Standard & Poor’s 500²²⁶ ad aver emesso *dual class shares*. Fra le varie, Comcast, CBS, Nike, Ralph Lauren, Visa, Hershey.

Il voto multiplo si è diffuso altresì all’interno di un altro importantissimo settore industriale attualmente in ascesa: l’*high-tech*. Società come Google, Facebook, Zynga e LinkedIn hanno emesso *dual class stocks* al fine di consentire ai soci fondatori di mantenere il controllo pur non detenendo la maggioranza del capitale. Questo in quanto tali indirizzi di gestione sociale sono ritenuti più efficienti per consentire lo sviluppo a lungo termine della società. Tra l’altro, il voto multiplo è stato anche un elemento preponderante nella scelta della quotazione della società. Le azioni a voto multiplo, infatti, non vengono quotate e sono mantenute dai soci fondatori, non sono trasferibili ovvero sono convertite in azioni di classe ordinaria in caso di trasferimento o in base ad una “*sunset clause*”.

²²⁶ L’indice azionario costituisce una sintesi del valore del paniere dei titoli azionari che rappresenta. I movimenti dell’indice sono una buona approssimazione del variare nel tempo del valore dei titoli. Vi sono differenti metodologie di calcolo degli indici, a seconda della ponderazione che viene attribuita alle azioni del paniere.

Google ha emesso *dual class shares* in occasione dell'IPO del 2004 facendo da precursore per le altre società del settore. I due soci fondatori sono titolari di azioni di classe B che conferiscono dieci voti ad azione, non sono trasferibili e permettono a tali soci di detenere il controllo sociale in quanto rappresentano il 56 % dei voti²²⁷.

Face book, quotata nel 2012, in seguito all'IPO, sulla stessa scia della Google, ha emesso *dual class stocks* permettendo al socio fondatore di avere il controllo della società pur detenendo il 18 % soltanto del capitale sociale. Difatti ha il 57 % dei voti complessivamente esercitabili in assemblea²²⁸.

Dunque, si può dire che la situazione negli Stati Uniti è molto simile a quella italiana, nonostante le enormi differenze normative sotto il profilo formale e sostanziale. Anche in America vi è stata un'inversione di tendenza, operata d'anticipo rispetto al resto d'Europa, con l'apertura verso il voto multiplo al fine del progresso tanto ideologico quanto soprattutto finanziario caldeggiato dagli ambienti industriali.

²²⁷ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, p.45

²²⁸ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo, Linciano N., *La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, p.45

Conclusioni

A distanza di tre anni dall'emanazione del decreto Competitività non è possibile effettuare una analisi approfondita in relazione all'utilizzo del voto multiplo a causa della carenza di risultanze empiriche.

Ciononostante, l'istituto ha inizialmente conosciuto il particolare favore di una parte dell'ambiente imprenditoriale. Il legislatore italiano, infatti, sulla base di esperienze di Paesi europei e dei principali Paesi ad economia avanzata sulla scena internazionale, ma soprattutto in considerazione delle raccomandazioni della Commissione Europea nell'ottica dell'armonizzazione della disciplina delle società di capitali, ha modificato la disciplina del diritto di voto eliminando lo storico divieto di emettere azioni a voto plurimo, che ha trovato ben poche eccezioni nel corso dell'evoluzione normativa della disciplina societaria. Un divieto che ormai resiste in poche realtà europee e particolarmente conservatrici, come la Germania.

La deroga *in maius* al principio *one share, one vote*, è una nuova tappa nel percorso evolutivo del rapporto fra potere e rischio. Sin dalla genesi della società per azioni è ravvisabile una correlazione fra *Governance* societaria e Governo dello Stato, le forme del potere sociale corrispondono alle stesse forme del potere pubblico: il passaggio da forme di plutocrazia ed oligarchia azionaria alla democrazia azionaria va di pari passo rispetto al progressivo allargamento della base elettorale.

Ed il voto multiplo risulta essere distonico all'interno di questo percorso di graduale democratizzazione del governo societario, comportando una disgiunzione fra proprietà e controllo: la democrazia azionaria viene svuotata di ogni significato e resta soltanto apparente, con un sostanziale ritorno alla oligarchia azionaria, che trova la sua ragion d'essere nelle numerose deroghe apportate al sistema proporzionale e la sua evidenza fenomenologica nella cristallizzazione degli indirizzi della gestione sociale. Tutto ciò, sul piano pratico, si traduce in una inefficienza del sistema non proporzionale ad affrontare varie problematiche esistenti sul mercato dei capitali, che il legislatore ha tentato di risolvere con il voto multiplo. Ossia, le tendenze manifestate dagli

investitori. L'investimento finanziario poggia sull'idea che l'investitore si dedichi alla gestione sociale. In realtà il panorama finanziario nazionale ed internazionale è caratterizzato da operatori disinteressati alla gestione sociale e mossi da meri intenti speculativi. Questa tendenza, tra l'altro, è rintracciabile quale *ratio* delle diverse riforme del legislatore, prima fra tutte l'introduzione delle azioni di risparmio e la conseguente mutilazione del diritto di voto. Questo potrebbe comportare una eccessiva stabilizzazione della Governance societaria con conseguenze potenzialmente pericolose sul rendimento della società.

Dunque, sembra opportuno operare un cambiamento nelle modalità di intervento del legislatore individuando ulteriori strumenti per la crescita dimensionale delle PMI che costituiscono tutt'oggi il fulcro del panorama societario italiano, approdando ad una visione che cambi concezione e modalità di attuazione dello sviluppo economico.

È fondamentale stimolare l'interesse degli investitori in merito alla gestione sociale, attraverso l'adozione di regole che indirizzino l'operatore verso un diverso modo di fare investimenti: potrebbero essere introdotte misure tendenti a limitare la diversificazione

dell'investimento, vantaggiosa in termini di riduzione del rischio, prevedendo, invece, incentivi, sotto il profilo economico, per gli investimenti a lungo termine. Inoltre, appare necessario stabilire delle precise regole a livello del rapporto di agenzia fra soci e *manager*, che assicurino la trasparenza, e un trasferimento di alcune materie di competenza dell'organo amministrativo all'assemblea sociale, limitando il potere del primo, a favore di una maggiore democratizzazione e di investimenti a lungo termine.

La liberalizzazione dell'autonomia statutaria dovrebbe essere quantomeno bilanciata con un quadro normativo volto a concepire un investimento strumentale alla gestione sociale piuttosto che al mero profitto, al fine di creare un sistema economico caratterizzato da maggiore stabilità, mentre il voto plurimo e la maggiorazione del voto sembrano condurre a strade completamente opposte.

Bibliografia

Abbadessa P., *Le azioni a voto plurimo: profili di disciplina*, in Impresa e Mercato, Studi dedicati a Libertini, Milano, 2015.

Abi, Assonime, Assosim, *Istruzioni operative per i flussi informativi fra intermediari ed emittenti relativi alle azioni a voto maggiorato ai sensi dell'articolo 23 –bis del provvedimento Post-trading*, novembre 2015.

Abriani N., *Commento all'articolo 2351*, in Il Nuovo Diritto Societario diretto da Cottino G., Bologna, 2004.

Abriani N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto: prime considerazioni*, in Società e Contratti. Bilancio e Revisione, 2014.

Abriani N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in Trattato di Diritto Commerciale a cura di Cottino G., Padova, 2010.

Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., *Le deviazioni dal principio un' "azione-un voto" e le azioni a voto multiplo*, in Quaderni giuridici della CONSOB, 2014.

Angelici C., *Note minime su la libertà contrattuale e i rapporti societari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol.I, 2009.

Angelici C., *Voto plurimo, voto maggiorato e modifiche dell'OPA*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. II, 2015.

Annunziata F., Giombini A., *La disciplina del voto plurimo introdotta dal decreto Competitività. Pegno, usufrutto e sequestro di azioni (a voto plurimo)*, in *Società*, 2014.

Assonime, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Circolare n.10 del 7 aprile 2015*.

Bainbridge S.M., *The short life and resurrection of SEC Rule 19c-4*, in *Washington University Law Quarterly Journal*, n.69, 1991.

Berle A.A., *Power without property: a new development in american political economy*, Harcourt, 1959.

Bione M., *Il principio della corrispondenza fra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol.II, 2015.

Bione M., *Il voto multiplo: digressioni sul tema*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. I, 2015.

Bione M., *Le azioni*, in Trattato delle Società per Azioni, diretto da Colombo G.E. e Portale G.B., Torino, Utet Giuridica, 1991.

Buonocore V., *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli Editore, 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.

Buttaro L., *Corso di diritto commerciale 1, premesse storiche. Disciplina dell'impresa*, Bari, Gius. Laterza & Figli Edizioni delle Librerie, 2005.

Buttaro L., *Le azioni senza voto*, in *La Riforma delle Società di capitali*, vol. II, Milano, 1968.

Cahn A., Donald D., *Comparative Company Law*, Cambridge, 2010.

Campobasso G.F., *Commento sub articolo 119 Testo Unico della Finanza*, Commentario a cura di Campobasso G.F., vol. II, Torino, 2002.

Campobasso G.F., *Diritto commerciale 2. Diritto delle Società*, Utet Giuridica, 2012.

Cremasco D., *Aveva ragione Enrico C.*, in *Fallimenti e Società*, 2015.

Divizia P., *Le azioni a voto plurimo nelle società per azioni non quotate*, Divizia e Mastrodonato notai associati, 2015.

Easterbrook F. H., Fischel D.R., *The economic structure of corporate law*, Harvard, 1996.

Ferrarini G., *Un' "azione-un voto": un principio europeo ?*, in *Rivista delle Società*, 2006.

Ferri G., *Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: profili tipologici*, in *Rivista del notariato*, fasc. IV, 2015.

Galgano F., *Storia del diritto commerciale*, Il Mulino, Bologna, 1976.

Guizzi G., *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Il Corriere giuridico*, 2015.

ISS, ECGI, Sherman & Sterling, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

Jaeger P.G., *Il voto divergente nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1976.

La Sala G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nelle società per azioni*, Torino, Giappichelli Editore, 2011.

Marchetti P., *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Rivista delle Società*, fasc. II-III, Giuffrè Editore, 2015.

Marrocchi M., *Sull'attualità della s.p.a. riformata*, in *Contratto e Impresa*, vol. I, 2014.

Massella Ducci Teri B., *Appunti in tema di divieto di azioni a voto plurimo: evoluzione storica e prospettive applicative*, in *Rivista di Diritto Societario*, fasc. II, 2013.

Merle P., *Droite commerciale*, Sociétés Commerciales, Paris, 2013.

Micossi S., *Rivista del Notariato*, vol. LXIX, marzo-aprile 2015.

Montalenti P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e simmetria del mercato*, in *Rivista delle Società*, fasc. II-III, 2008.

Padoa Schioppa A., *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, LED Edizioni Universitarie, 1992.

Pasquariello C., *Commento all'articolo 2351*, in Commentario delle società a cura di Giovanni Grippo, Utet giuridica, 2009.

Pomelli A., *Rischio d'impresa e potere di voto nelle società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giurisprudenza Commerciale*, vol. I, 2008.

Prior J., *The origins of the commenda contract*, in *Speculum*, 1977.

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, 4 novembre 2002.

Richter M.S., *Commento all'articolo 2351*, in *Codice commentato delle società* a cura di Abriani N., Utet giuridica, 2010.

Sagliocca M., *Il definitivo tramonto del principio "un'azione, un voto": tra azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Rivista del Notariato* n. LXVIII, 2015.

Spada P., *Le azioni di risparmio*, in *Rivista di Diritto Civile*, vol. II, 1974.

Spolidoro M.S., *Il voto plurimo: i sistemi europei*, XXVIII
Convegno di studio, Unione Europea: concorrenza tra imprese e
concorrenza fra stati, Courmayeur, 2014.

Tedeschi C., *Le azioni a voto plurimo e la maggiorazione del diritto
di voto*, in *Le Società*, 2015.

Ungari P., *Profilo storico delle anonime in Italia*, Roma, Bulzoni
Editore, 1974.

www.abi.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.economist.com

www.ilsole24ore.com

www.iusexplorer.it

www.milanofinanza.it

www.morningstar.it